

GÖSTERGE

BAHAR 2018

ARACI KURUMLAR - 2017/12

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ - 2017/12

DÜNYADA İPOTEK FİNANSMANI KURULUŞLARI

FİNTEK: FİNANSTA TEKNOLOJİ

KOBİ FİNANSMANINDA SERMAYE PİYASASI



**TSPB**

GÖSTERGE

TSPB Adına İmtiyaz Sahibi

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan

Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

O. İlker Savuran

Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca-Asena

Müdür / Araştırma ve İstatistik

Gökben Altaş

Müdür Yardımcısı / Araştırma ve İstatistik

Bu yayınımıza www.tspb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Bilgi için: arastirma@tspb.org.tr

Gösterge, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

İÇİNDEKİLER

Aracı Kurumlar - 2017/12	1
<i>Deniz Kahraman – Onur Salttürk</i>	
Portföy Yönetim Şirketleri - 2017/12	23
<i>Ceylan Anıl</i>	
Dünyada İpotek Finansmanı Kuruluşları	31
<i>Onur Salttürk</i>	
Fintek: Finans'ta Teknoloji	43
<i>Ceylan Anıl</i>	
KOBİ Finansmanında Sermaye Piyasası	57
<i>Deniz Kahraman</i>	

ARACI KURUMLAR 2017/12

Deniz Kahraman - Onur Salttürk

Bu çalışmamızda Birliğimizin aracı kurumlarından topladığı 2017 yılına ait faaliyet ve finansal verileri önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmiştir.

Bu dönemde 65 şirketin verileri derlenmiştir. Verilerin detayları Birliğimizin internet sitesinde kamuoyuna duyurulmaktadır.

PAY SENETLERİ

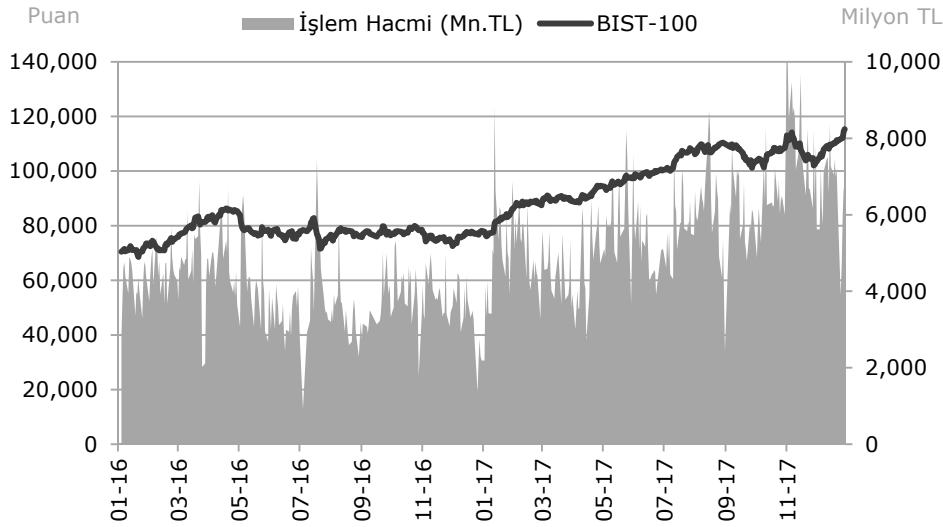
2017 yılına 78.000 civarında başlayan BIST-100 endeksi, yılı %48 yükselişle 115.333 seviyesinde tamamlamıştır.

2017 yılında küresel ekonomiye ilişkin iyimser beklentiler hâkim olmuştur. Türkiye’de ise ekonomi yönetiminin açıkladığı teşvikler, reel kesim güvenini ve borsada iyimserliği yıl boyunca desteklemiştir. Avrupa’ya olan ihra-

cattaki artış ve güçlü iç taleple beslenen hızlı ekonomik büyüme itici güç olmuştur.

2017 yılında yabancı yatırımcıların yurtiçi pay piyasasına ilgisinin devam ettiği görülmüştür. Yıl genelinde yabancı yatırımcılar pay senedi piyasasında 1,8 milyar dolarlık net alım yapmıştır.

Grafik 1: Pay Piyasası İşlem Hacmi ve BIST-100



Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı kurumların pay senedi (çift taraflı) işlem hacmi, 2017 yılı genelinde her çeyrek bir önceki çeyrekte daha yüksek gerçekleşmiştir. Pay senedi işlem hacmi, 2017 yılı son çeyreğinde borsa endeksindeki oynaklığa bağlı olarak önceki çeyreğe göre %22 artmıştır. Yıllık işlem hacmi ise önceki yıla

göre %45 oranında yükselerek 3 trilyon TL'ye ulaşmıştır.

2017 yılında pay senetleri işlem hacminde Garanti, İş ve Yapı Kredi Yatırım'ın ilk üç sırada bulunduğu ve bu kurumların pay senedi toplam işlem hacminin %23'ünü ger-

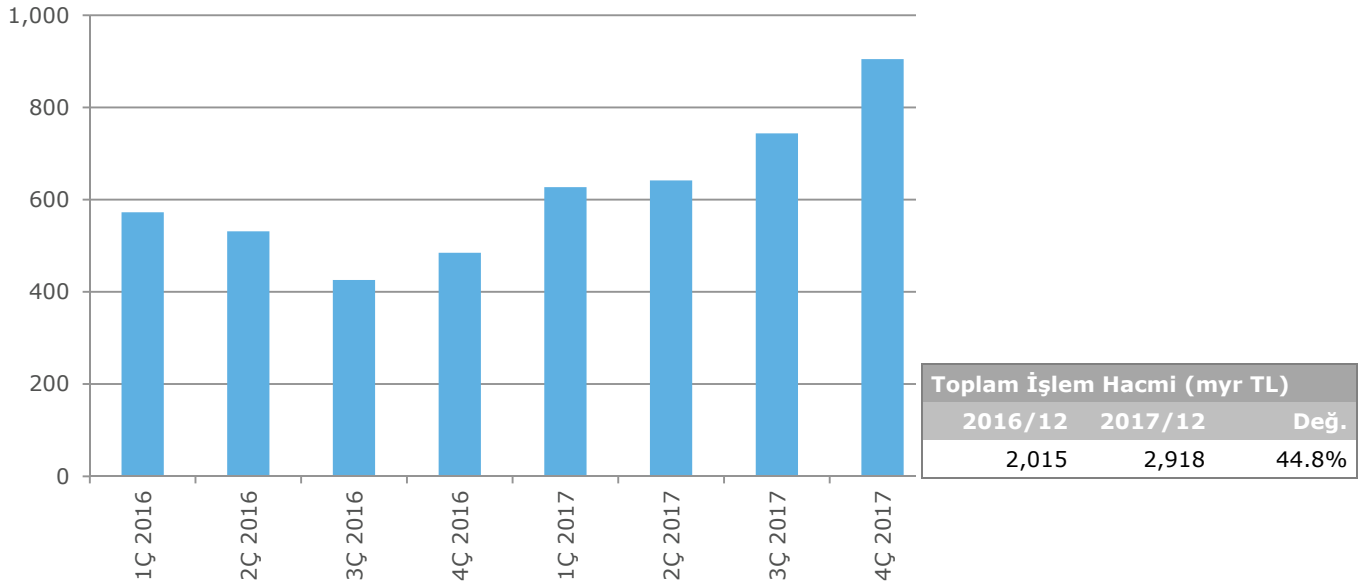
çekleştirdiği görülmektedir. Sektörde 58 aracı kurum ve 1 yatırım bankası pay senetlerinde işlem yapmışken toplam hacimdeki payı %1'in altında kalan 32 kurumun işlemlerin yalnızca %10'unu gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır.

Birliğimizin aracı kurumlardan derlediği verilere göre, yurtiçi yatırımcıların pay senedi işlem hacmi, 2017 yılında, önceki yıla göre %44 oranında artarken, yurtdışı yatırımcıların pay senedi işlem hacmi sınırlı düzeyde, %3 oranında artmıştır. Bu sonuçta, yıl içinde bir aracı kurumun ana ortağı olan yatırım bankası tarafından devralınması dolayısıyla

verilerinin Birliğimizin derlediği verilere dâhil edilememesi etkili olmuştur. Bilindiği üzere yürürlüğe giren düzenlemeyle birlikte, yatırım bankaları da borsada pay senedi işlemi yapabilmektedir. Bahsi geçen kurumun işlem hacmi dâhil edildiğinde, yabancıların hacminin 2017 genelinde %47 oranında arttığı görülmektedir.

Borsa İstanbul'da pay senedi işlem hacminin %77'sinin yerli yatırımcılar tarafından yapıldığı görülse de MKK verilerine göre bu yatırımcıların 2017 yılı sonu itibarıyla işlem gören payların yalnızca %34'üne sahiptir.

Grafik 2: Yatırım Kuruluşlarının Pay Senedi İşlem Hacmi (milyar TL)



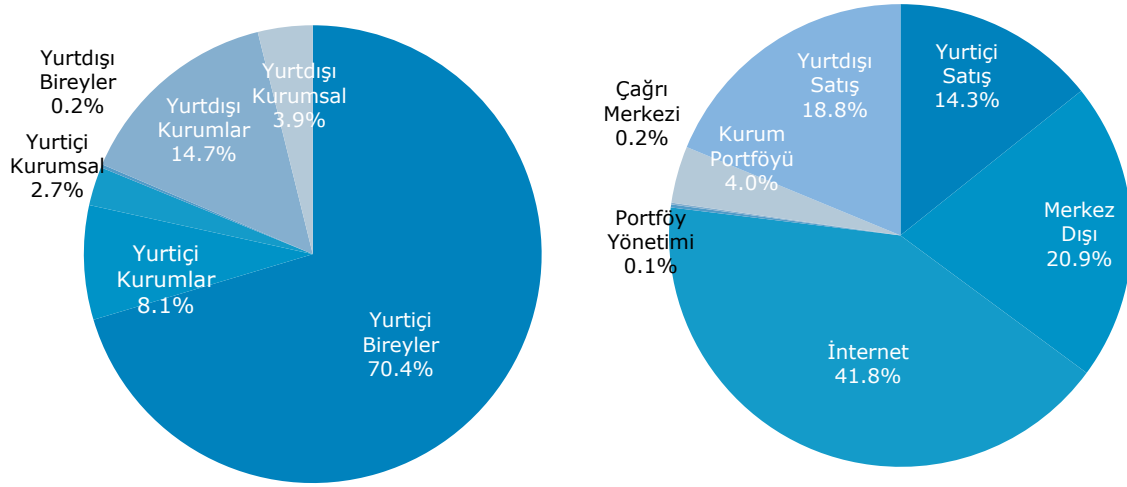
Kaynak: Borsa İstanbul

Pay senedi işlemlerinde yurtiçi bireysel yatırımcıların payının yıl sonu itibarıyla %70 oranında olduğu, yurtiçi kurumsal yatırımcıların işlem hacminin sadece %3'ünü gerçekleştirdiği görülmektedir.

Birliğimizce yalnızca aracı kurumlardan derlenen verilere göre aracı kurumların pay senedi işlemlerinin %19'u yabancı yatırımcılar tarafından yapılmıştır. Yukarıda bahsi geçen yatırım bankasının işlemleri dâhil edildiğinde yabancı yatırımcıların pay senedi işlemlerindeki payı %25 olarak hesaplanmaktadır.

2017 yılı sonu itibarıyla pay senedi işlemlerinde internetin payının %42 ile tüm zamanların en yüksek düzeyine ulaştığı görülmektedir. İnternet üzerinden yapılan işlemler, genellikle yurtiçi bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Son dönemde bazı yabancı yatırımcıların işlemlerinde de internet kanalının kullanıldığı görülmektedir. Merkez dışı birimlerin toplam işlem hacmindeki payı %21 olup, bu işlemlerin çoğu şubelerden gerçekleştirilmektedir.

Grafik 3: Aracı Kurumlarda Yatırımcı ve Departman Bazında Pay İşlem Hacmi (2017)



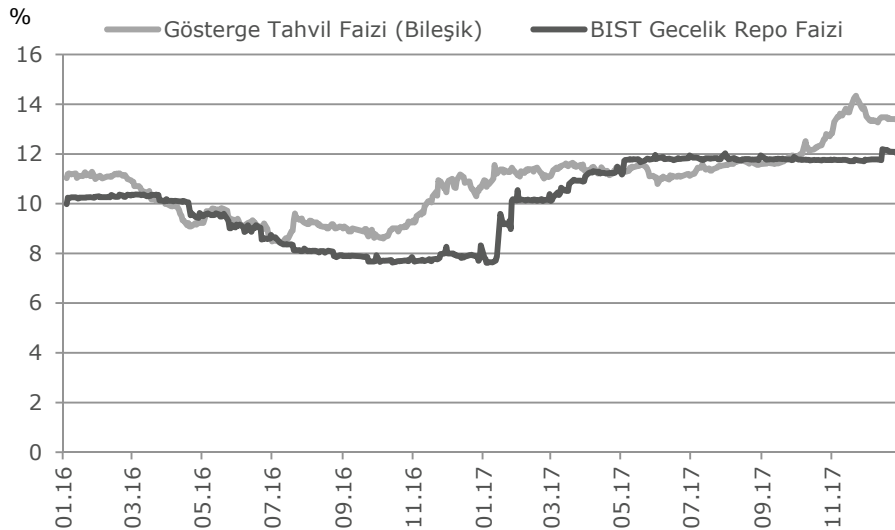
Kaynak: TSPB

SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER

TCMB, 2016 yılı sonunda %8,3 olan ağırlıklı ortalama fonlama faiz oranını, 2017 yılı Haziran ayı sonunda %12 civarına kadar kademeli olarak yükseltmiş. BIST repo faizi de bu faize bağlı olarak artmış ve yılın ikinci yarısında bu seviyelerde kalmıştır.

Gösterge tahvil faizi yıla %11 seviyesinde başladıktan sonra, döviz kurunda yıl boyunca yüksek kalan oynaklık, enflasyonun yüksek seyri ve jeopolitik gelişmeler neticesinde yılın son çeyreğinde %14 seviyesini aşmış, yılı %13 civarından kapatmıştır.

Grafik 4: Faiz Oranları



Kaynak: Borsa İstanbul, Bloomberg

Sabit getirili menkul kıymetler (SGMK) piyasasında hem aracı kurumlar hem de bankalar faaliyet göstermektedir. Aşağıda gösteri-

len işlem hacimleri aracı kurum ve bankaların, Borsa İstanbul ve borsa dışındaki (tescil) kesin alım-satım ve repo/ters-repo işlemler-

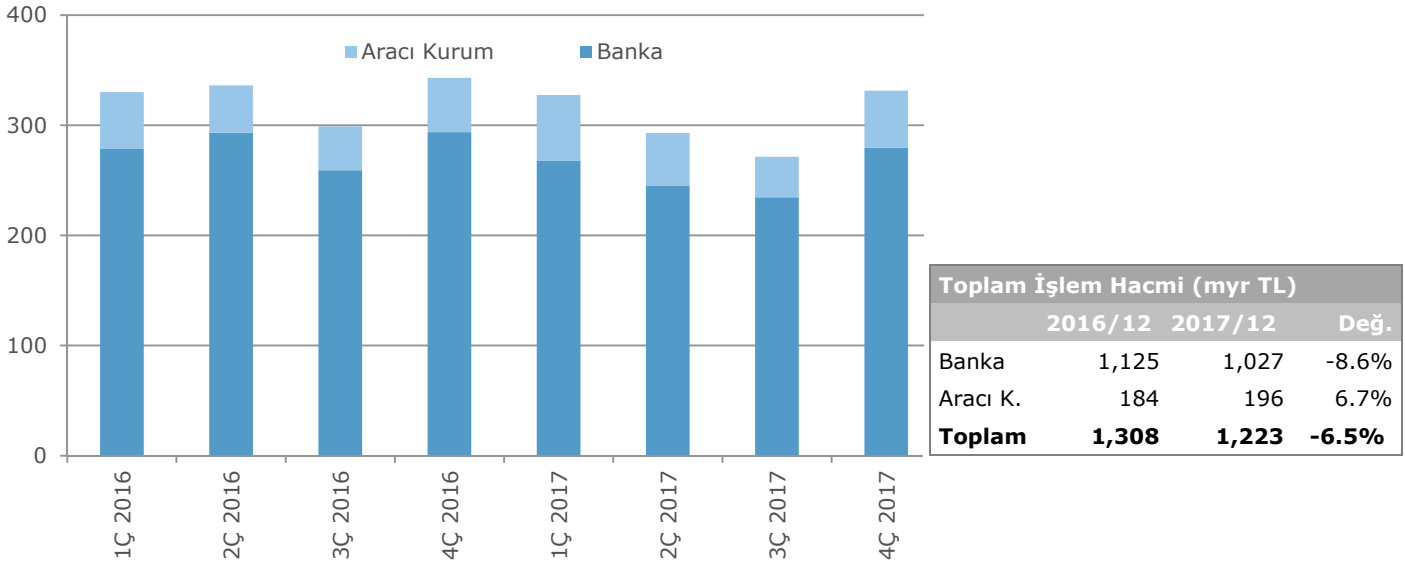
rini kapsamaktadır (çift taraflı). Merkez Bankası ve Takasbank'a ait işlemler, toplama dâhil edilmemiştir.

Yatırım kuruluşlarının kesin alım-satım işlem hacimleri 2017 yılında önceki yıla göre %7 oranında düşerek 1,2 trilyon TL'ye gerilemiştir. Toplam hacim gerilerken aracı kurumların işlem hacmi %7 oranında artmış, bu işlemlerde aracı kurumların payı %16'ya çıkmıştır.

Kesin alım satım işlemleriyle benzer şekilde yatırım kuruluşlarının repo/ters-repo işlemleri 2017 yılında önceki yıla göre %51 ora-

nında gerileyerek 7,4 trilyon TL'ye inmiştir. Bu düşüşte, 2016 yılında önemli bir işlem hacmi yaratan TCMB'nin 2017 yılı ikinci çeyreğinden itibaren para politikası çerçevesinde kademeli olarak repo işlemlerini azaltması etkili olmuştur. Bu işlemlerde de hâkim yatırım kuruluşları bankalar olup aracı kurumların bu piyasadaki payları genel olarak %9 civarında kalmaktaydı. 2017 yılında ise aracı kurumların yatırım kuruluşlarının işlem hacmindeki payı önceki yıla göre 7 puan artarak %16'ya yükselmiştir. İlerideki tablolarda yalnızca aracı kurumların işlemlerinin detayı incelenmektedir.

Grafik 5: Yatırım Kuruluşlarının SGMK İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

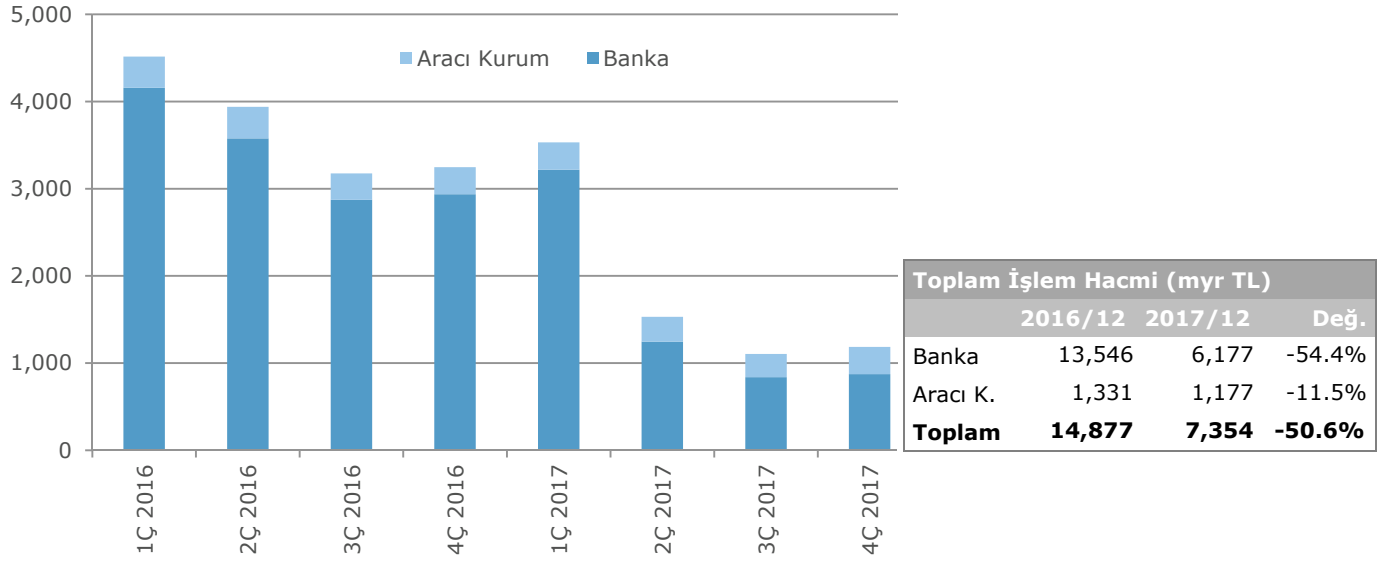
2017 yılında 44 aracı kurum tahvil/bono kesin alım satım piyasasında işlem yapmıştır. SGMK işlemlerinde aracı kurumlar arasındaki yoğunlaşma yüksek olup, aracı kurumların tahvil/bono işlemlerinin üçte ikisi, Ak Yatırım ve Yapı Kredi Yatırım tarafından gerçekleştirilmiştir.

Aracı kurumların SGMK işlemlerinin hemen hemen tamamı yerli yatırımcılar tarafından yapılmıştır. 2017 yılında toplam işlem hac-

minin %83'ü yurtiçi kurumsal yatırımcılar, %14'ü yurtiçi kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Yurtiçi kurumlar tarafından yapılan işlemlerin önemli bir kısmı, aracı kurumların kurum portföyüne yaptığı işlemlerden ileri gelmektedir.

SGMK işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, işlemlerin %80'inin yurtiçi satış ve pazarlama departmanı üzerinden gerçekleştirildiği görülmektedir.

Grafik 6: Yatırım Kuruluşlarının Repo/Ters-Repo İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

Repo/ters-repo işlemleri incelendiğinde, 35 aracı kurum tarafından 2017 yılında gerçekleştirilen işlemlerin geçen yıla göre %12 oranında düştüğü görülmektedir.

SGMK işlemlerinde olduğu gibi aracı kurumların repo işlemlerinde de yoğunlaşma yüksektir. Halk, Ak, Vakıf ve Yapı Kredi Yatırım'ın aracı kurumlarca yapılan işlemlerin

%60'ını gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır. Repo/ters-repo piyasasında, aracı kurum müşterilerinin neredeyse tamamı yurtiçi yatırımcılardan oluşmaktadır. Yatırım fonları ve ortaklıklarından oluşan kurumsal yatırımcılar, aracı kurumlar üzerinden yapılan repo işlemlerinin %76'sını gerçekleştirmektedir.

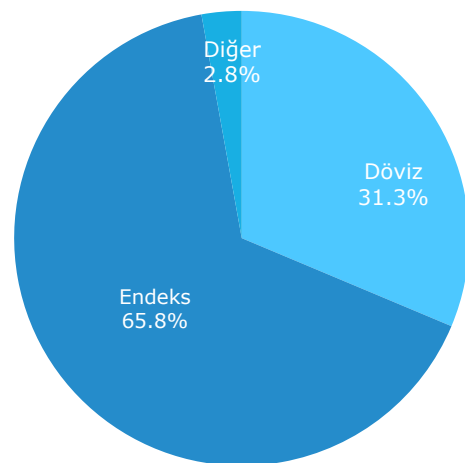
VADELİ İŞLEMLER

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) banka ve aracı kurumlar faaliyet göstermektedir.

2017 yılında 58 aracı kurum ve 6 banka tarafından yapılan toplam vadeli işlem hacmi, önceki yıla göre %43 oranında artarak 1,7 trilyon TL olmuştur.

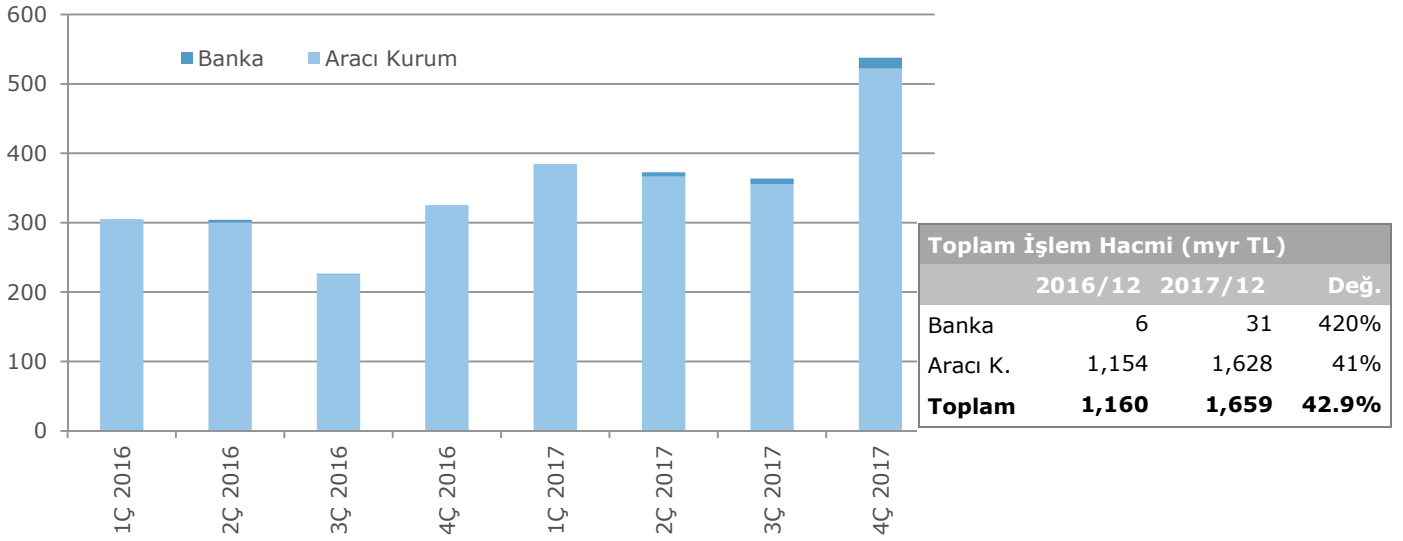
10 ayrı varlık sınıfında vadeli işlem yapılsa da, endeks ve döviz işlemleri toplam vadeli işlem hacminin %97'sini oluşturmakta olup diğer dayanak varlıkların hacmi hayli sınırlıdır.

Grafik 7: Ürün Bazında Vadeli İşlem Hacmi (2017)



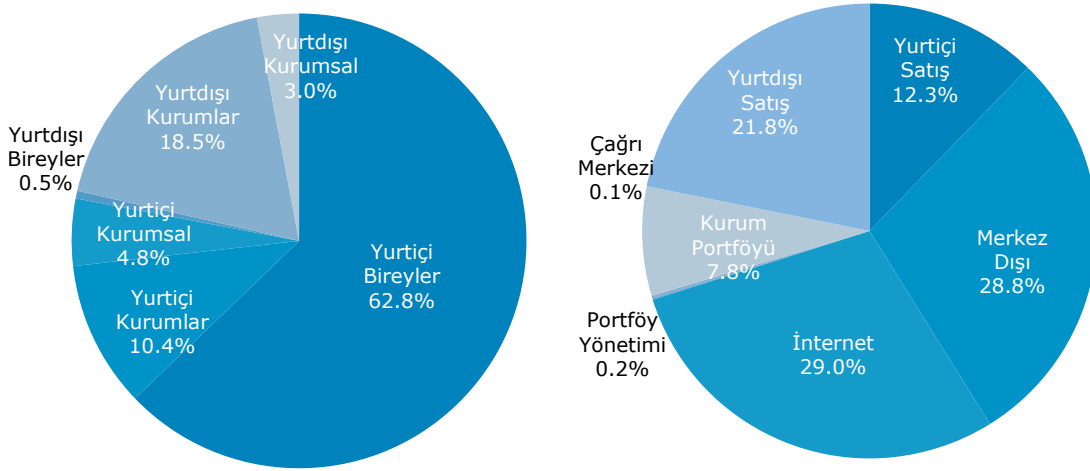
Kaynak: Borsa İstanbul

Grafik 8: Yatırım Kuruluşlarının Vadeli İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

Grafik 9: Aracı Kurumlarda Yatırımcı ve Departman Bazında Vadeli İşlem Hacmi (2017)



Kaynak: TSPB

2017 yılında, aracı kurumların vadeli işlemler hacminin %15'ini gerçekleştiren İş Yatırım, bu işlemlerde birinci sırada yer almaktadır. Sırasıyla %11 ve %10 pazar payıyla Garanti ve TEB Yatırım bu kategoride ikinci ve üçüncü sırada bulunmaktadır.

Vadeli işlemlerin yoğunlukla internet, merkez dışı birimler ve yurtdışı satış ve pazarlama departmanları tarafından yapıldığı görülmektedir.

Pay senedinde olduğu gibi, vadeli işlemlerde de yurtiçi bireylerin payı yüksek olup, işlemlerin %63'ünü gerçekleştirmektedir. Yurtiçi kurumsal yatırımcılar, vadeli işlemler hacminin %5'ini gerçekleştirmektedir. Ağırlıklı 3 kurumun işlemlerini yansıtan kurum portföyüne yapılan işlemlerin toplamdaki payı %8 olmuştur.

OPSİYONLAR

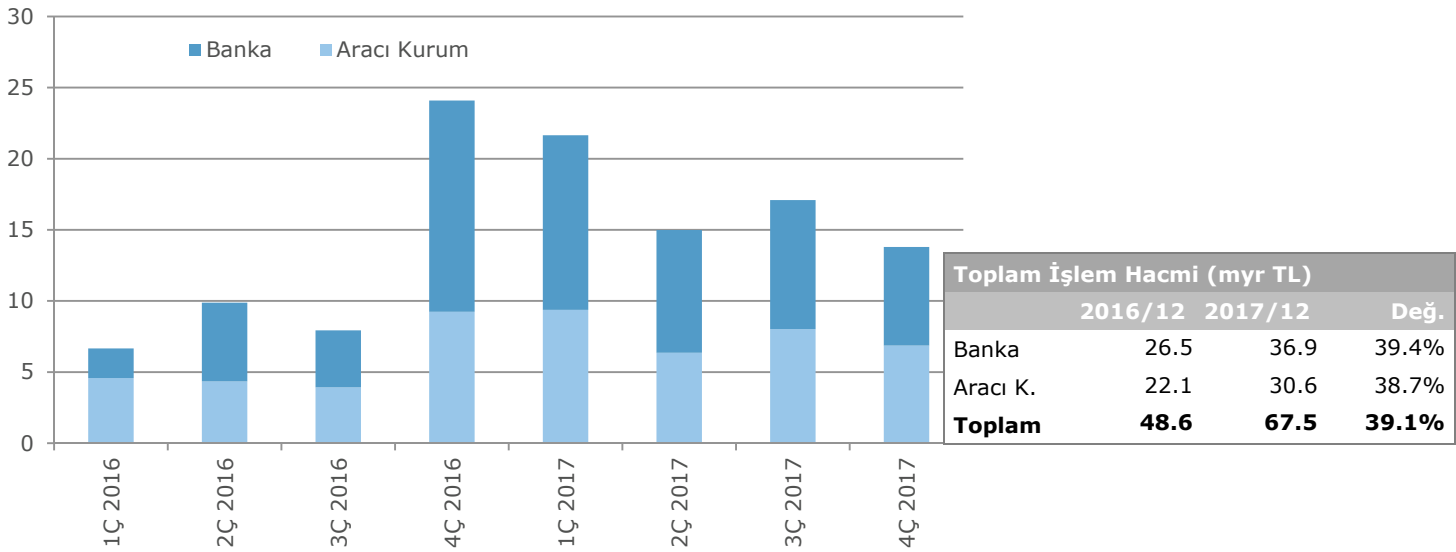
2017 yılında 33 aracı kurum ve 5 banka toplam 68 milyar TL'lik opsiyon işlemi gerçekleştirmiştir. Bu rakamın 31 milyar TL'si aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilmiştir.

2017 yılının ilk çeyreğinde döviz kurunda artan oynaklıkla birlikte, vadeli işlemlere benzer şekilde döviz opsiyon işlem hacmi artmıştır. İlerleyen dönemler işlem hacmi

gerilese de yıl toplamında yatırım kuruluşlarının opsiyon işlem hacmi, önceki yıla göre %39 oranında artmıştır.

Döviz dayanak alan opsiyon işlemleri, 2017 sonunda opsiyon piyasasında gerçekleştirilen toplam işlem hacminin %85'ini oluşturmaktadır.

Grafik 10: Yatırım Kuruluşlarının Opsiyon İşlem Hacmi (milyar TL)

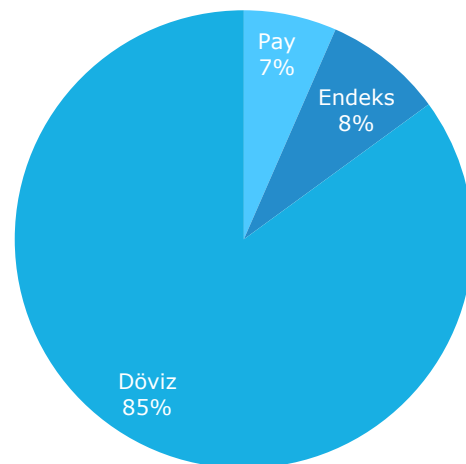


Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılında aracı kurumlarca gerçekleştirilen opsiyon işlem hacminin %68'i yurtiçi bireyler tarafından gerçekleştirilmiştir. Yabancı yatırımcıların bu işlemlerdeki payı %7 oranındadır.

Aracı kurumların opsiyon işlemlerinin departman dağılımına bakıldığında, bu dönemde gerçekleştirilen opsiyon işlemlerinin %49'unun yurtiçi satış ve pazarlama departmanı aracılığıyla yapıldığı, %16'sının ise kurum portföyüne yapıldığı görülmektedir.

Grafik 11: Ürün Bazında Opsiyon İşlem Hacmi (2017)

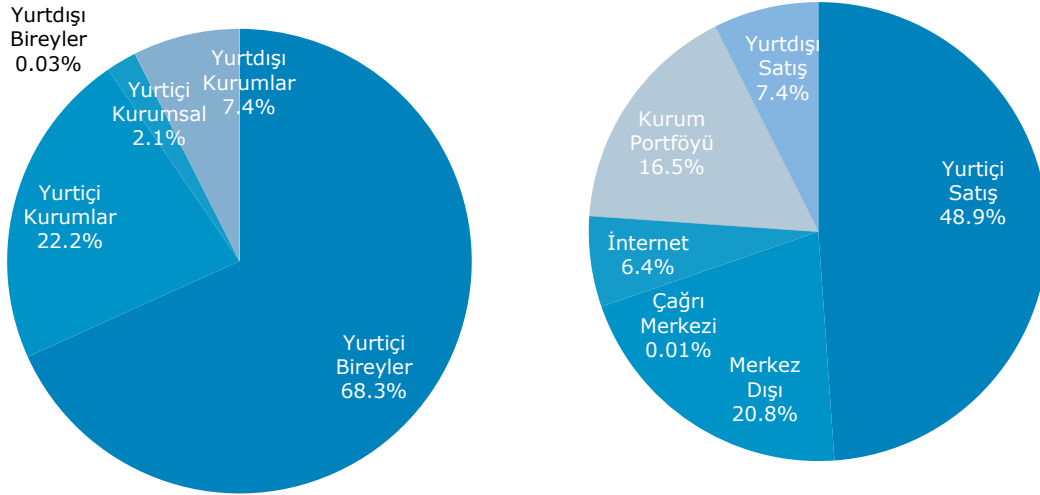


Kaynak: Borsa İstanbul

Aracı kurumlarca yapılan opsiyon işlem hacminde %25'lik payla Osmanlı Yatırım'ın ilk sırada yer aldığı Yatırım Finansman, İş

Yatırım, Ata Yatırım, Ak Yatırım'la beraber ilk beş kurumun payının %66'yı bulduğu görülmektedir

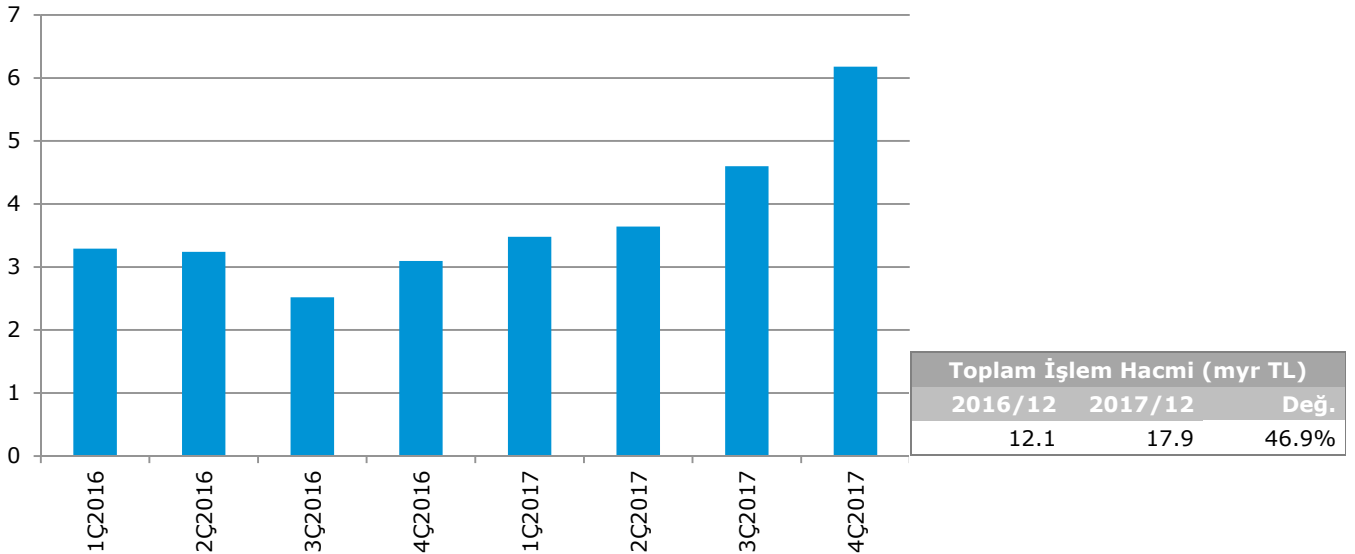
Grafik 12: Aracı Kurumlarda Yatırımcı ve Departman Bazında Opsiyon İşlem Hacmi (2017)



Kaynak: TSPB

VARANTLAR

Grafik 13: Aracı Kurumların Varant İşlem Hacmi (milyar TL)



Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılında 48 aracı kurum tarafından 17,9 milyar TL'lik varant işlemi gerçekleştirilmiştir. Bu tutar bir önceki yıla göre %47 oranında artmıştır.

Pay senedi işlemlerine benzer şekilde varant işlem hacmi de 4. çeyrekte hayli artmıştır. Varant işlemlerinde hacim ağırlıklı olarak yurtdışı yatırımcılardan oluşmaktadır.

Varant piyasasında işlemlerin %38'i İş Yatırım, %23'ü Deutsche Securities tarafından

çoğunlukla piyasa yapıcılığı faaliyeti kapsamında gerçekleştirilmiştir.

KALDIRAÇLI İŞLEMLER

Döviz, emtia ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen kaldıraçlı alım-satım işlemleri, Türkiye'de yerleşik kişilerce sadece Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılabilmektedir.

10 Şubat 2017 tarihinde yürürlüğe giren kaldıraçlı işlemlere ilişkin düzenlemeyle birlikte, kaldıraç oranı 1:100'den 1:10'a çekilmiş, yatırımcılar için 50.000 TL tutarında başlangıç teminatı alt sınırı getirilmiştir. Bu düzenleme neticesinde, işlem hacmi önemli ölçüde düşmüş, bazı kurumlar kapanma sürecine girmiştir.

2016 yılının son çeyreğinde, Burgan ve Sanko Yatırım, aldığı yönetim kurulu kararı gereğince kaldıraçlı işlemlerini durdurmuştur. Başkent Yatırım, aynı dönemde faaliyetini geçici olarak durdurmak üzere yönetim kurulu kararı almıştır.

2016 sonunda Atig, 2017 yılının ilk çeyreğinde Ekspres Yatırım, faaliyetini geçici olarak durdurmak üzere karar alırken, Ahlatçı Yatırım, ilk defa sermaye piyasası faaliyetine başlamıştır. Bununla beraber, 2017 yılı ikinci çeyreğinde de gelirlerinin önemli bir kısmını kaldıraçlı işlemlerden elde eden kurumlar, kapanmaya devam etmiştir. Mayıs ayında Destek Yatırım ve Referans Menkul Değerler faaliyetini durdurma kararı alırken, Haziran

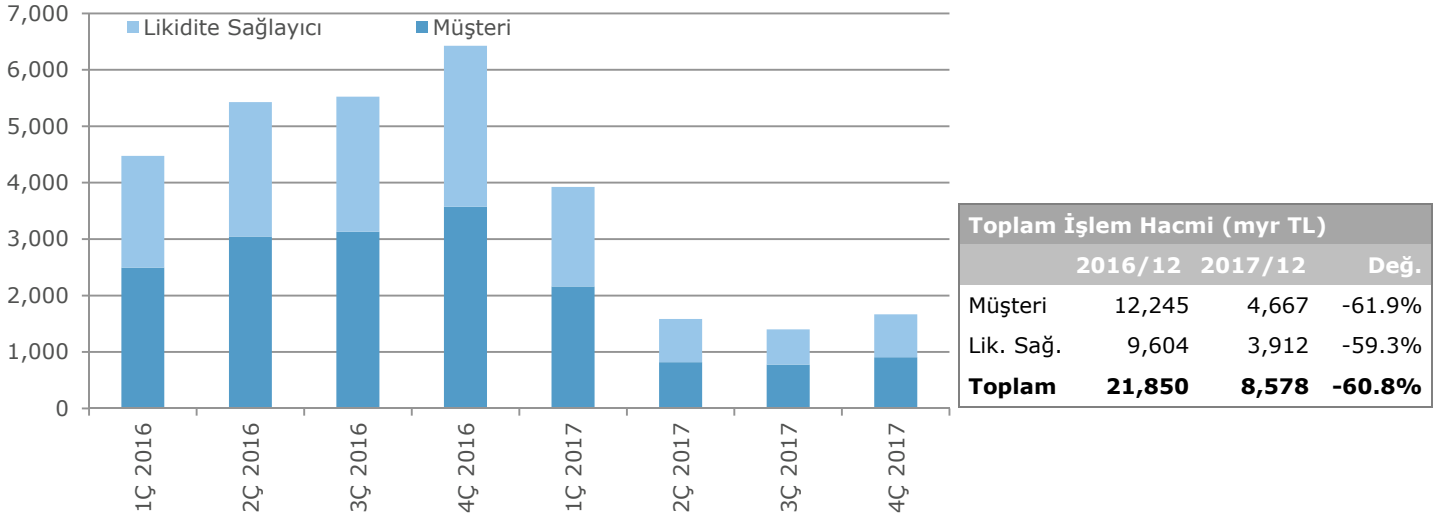
ayında ise Polonya merkezli XTB ve Danimarka merkezli Saxo Capital, Türkiye'deki tüm operasyonlarını sonlandırma kararı almıştır.

2017 yılında aracı kurumlar müşterileri ile toplam 4,7 trilyon TL tutarında kaldıraçlı işlem gerçekleştirmiştir. Kaldıraçlı işlemlere konu olan finansal varlıklara fiyat sağlayan üçüncü tarafları ifade eden likidite sağlayıcılarla yapılan işlemler 3,9 trilyon TL olmuştur. Müşteriler ile yapılan işlem hacminin, likidite sağlayıcı kuruluşlar ile yapılan işlem hacminden yüksek olduğu görülmektedir. Bu fark, bazı aracı kurumların müşterilerin pozisyon riskini taşımasından kaynaklanmaktadır.

Kaldıraçlı işlemlerde işlem hacmi bakımından önde gelen aracı kurumlardan bazılarının, yeni düzenleme sonrasında Borsa İstanbul'daki vadeli işlemlere yöneldiği anlaşılmaktadır. Diğer yandan, pay piyasası ve vadeli işlemlerde yıllardan beri önde gelen bazı aracı kurumların, kaldıraçlı işlemlerde ağırlığını artırdığı görülmektedir.

2017 sonunda verisi derlenen 37 kurum arasında kaldıraçlı işlemlerde en yüksek pazar payına %13 oranıyla GCM'nin sahip olduğu, %12 payla Ak Yatırım'ın ikinci, %8 payla Gedik Yatırım'ın üçüncü sırada geldiği görülmektedir.

Grafik 14: Aracı Kurumların Kaldıraçlı İşlem Hacmi (milyar TL)



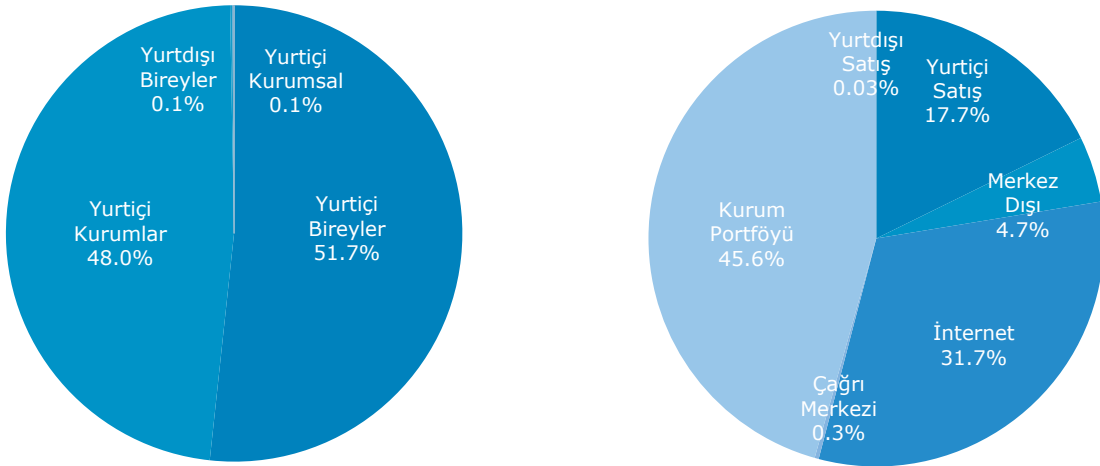
Kaynak: TSPB

Yurtiçi yatırımcılar, kaldıraçlı işlemler piyasasında ağırlıklı olarak işlem hacmini yaratan yatırımcı grubudur.

2017 yılında kaldıraçlı işlemlerde internet kanalını kullanma oranı %32 iken, işlemlerin

%18'i yurtiçi satış departmanı aracılığıyla yapılmaktadır. Pay piyasası, vadeli işlemler gibi piyasaların aksine kaldıraçlı işlemlerde merkez dışı birimlerin işlem hacmindeki yerinin düşük olduğu görülmektedir.

Grafik 15: Yatırımcı ve Departman Bazında Kaldıraçlı İşlem Hacmi



Kaynak: TSPB

AÇIĞA SATIŞ, KREDİLİ ve ÖDÜNÇ İŞLEMLER

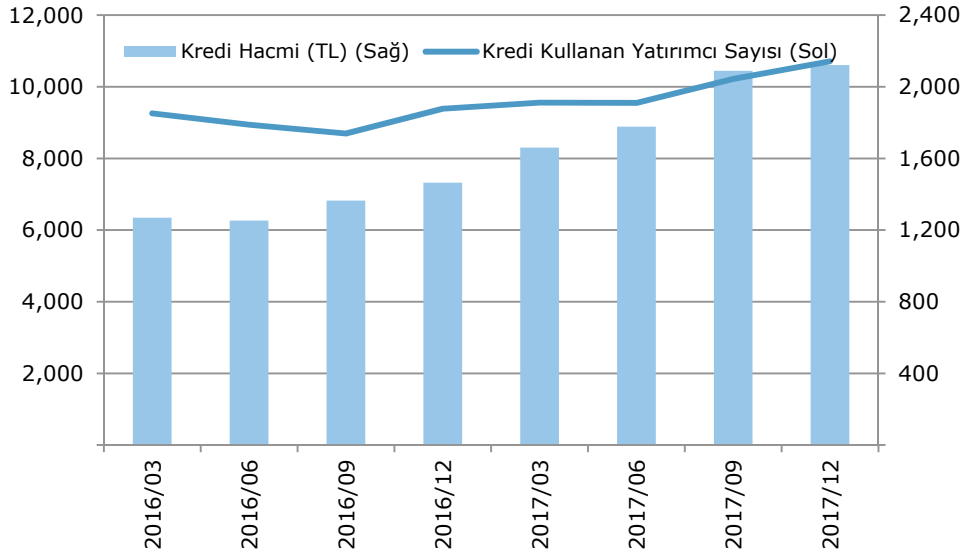
Aracı kurumların müşterilerine kullandırdığı kredi bakiyesi, 2017 yılında 2016 sonuna göre %45 oranında artarak 2,1 milyar TL ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. BIST-100 endeksinin de aynı dönemde %48 oranında yükseldiği göz önüne alındığında, kredi bakiyesindeki artış endekste ki yükselişe kısmen açıklanabilir.

Kredili işlem bakiyesinin neredeyse yarısını banka kökenli 4 aracı kurum oluşturmaktadır. Kredi kullanan yatırımcı sayısı, 10.711

kişi olurken, yatırımcı başına kredi hacmi 2016 sonunda 156.012 TL iken bu dönemde 198.878 TL'ye yükselmiştir. Kredi bakiyesi en yüksek ilk 4 kurumda bu ortalama 650.000 TL'ye yaklaşmaktadır.

Bununla beraber, kredili işlemlere ilişkin veriler incelenirken bir yatırımcının birden fazla kurumda hesabı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca, kredi bakiyelerine hisse senedi kredisini banka kanalıyla sağlayan kurumlar dâhil değildir.

Grafik 16: Aracı Kurumların Kredili İşlemleri



Kaynak: TSPB

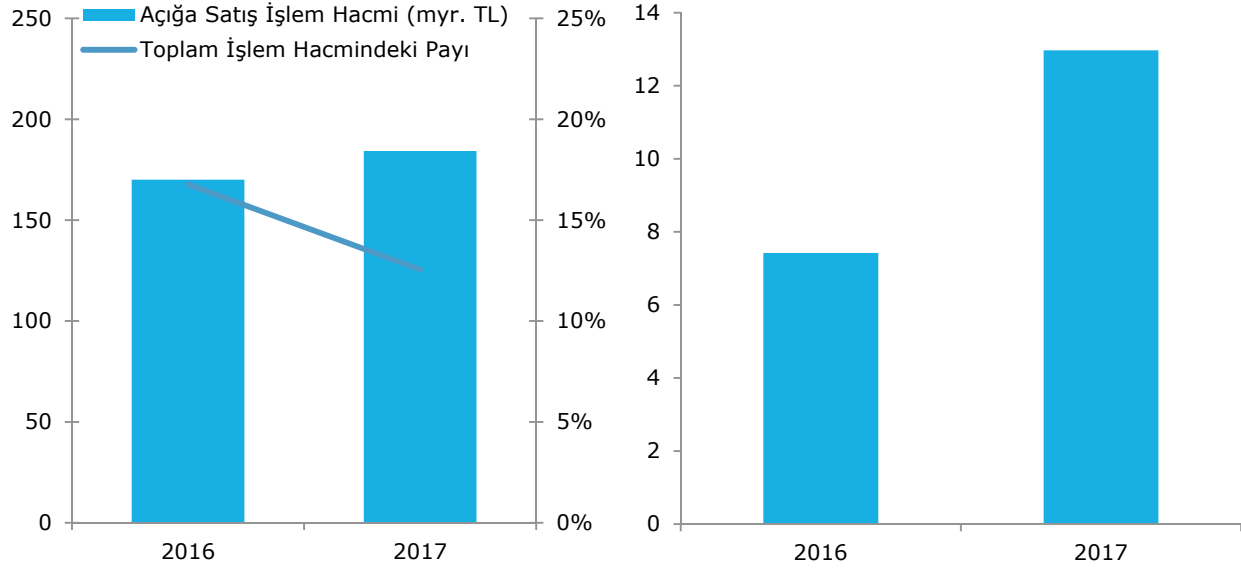
Borsa İstanbul'da gerçekleşen açığa satış işlemleri, 2017 yılında 184 milyar TL olmuştur. 2016 yılında %17 oranında olan açığa satış işlemlerinin toplam işlem hacmindeki payı, 2017 yılında %13'e gerilemiştir.

Bu oranın düşüşünde, borsa endeksinin yükselmeye devam edeceğini düşünen yatırım-

cıların açığa satış işlemi yapmaktan uzak durmasının etkisi olabilir.

Ödünç pay piyasası işlem hacmi ise 13 milyar TL ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

Grafik 17: Açığa Satış ve Ödünç Pay Piyasası İşlemleri (milyar TL)



KURUMSAL FİNANSMAN

Tablo 1: Kurumsal Finansman Faaliyetleri (Tamamlanan Proje Sayısı)

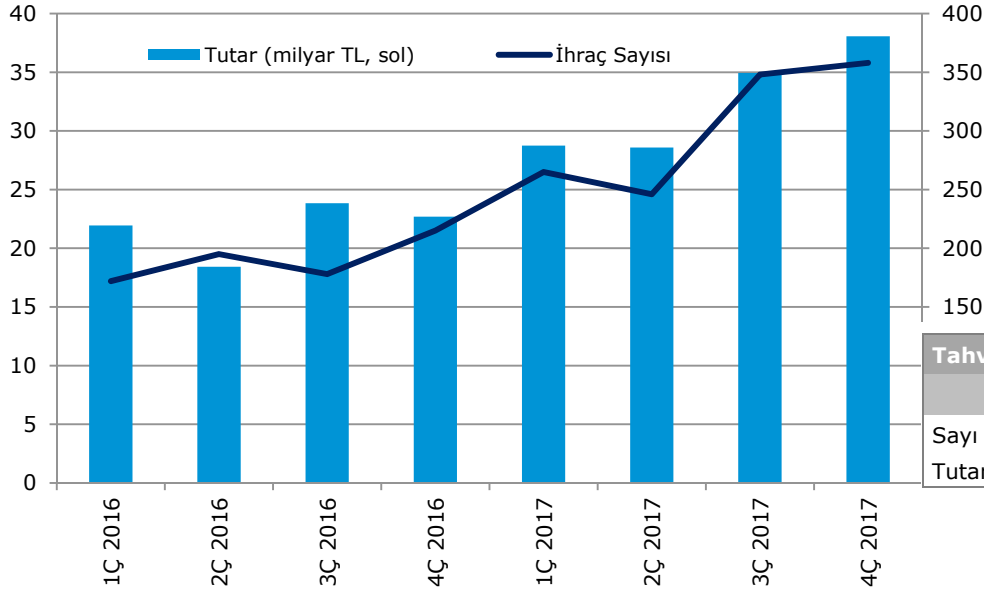
	1Ç 2016	2Ç 2016	3Ç 2016	4Ç 2016	1Ç 2017	2Ç 2017	3Ç 2017	4Ç 2017
Birincil Halka Arz	1	1	0	0	0	4	0	0
İkincil Halka Arz	0	0	0	0	0	0	0	0
Tahvil-Bono İhracı	165	188	166	183	212	219	285	304
Şirket Satın Alma/Birleşme-Alış	1	1	1	1	0	1	1	2
Şirket Satın Alma/Birleşme-Satış	1	6	2	2	4	2	2	3
Finansal Ortaklık	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansmana Aracılık	0	0	0	0	1	0	0	0
Sermaye Artırımı	17	6	4	1	16	4	15	6
Temettü Dağıtımı	23	4	8	9	23	4	10	2
Özelleştirme -Alış Tarafı	1	0	0	0	0	1	0	0
Özelleştirme -Satış Tarafı	0	0	0	1	0	0	3	1
Diğer Danışmanlık	25	17	31	17	34	13	32	18
Toplam	234	223	212	214	290	248	348	336

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman departmanlarının daha fazla gelir yaratabildiği, satın alma - birleşme ve özelleştirme projelerine danışmanlık faaliyeti kapsamında 2017 yılı dördüncü çeyreğinde toplamda 5 proje tamamlanmıştır. Böylelikle, 2017 yılında tamamlanan özelleştirme ve satın alma ve birleşme projesi sayısı toplam 15 olmuştur. Diğer yandan, genellikle menkul kıymet ihraççıların ihtiyaç duyduğu, değerlendirme, piyasa yapıcılığı, proje finansmanı, fizibilite analizi gibi işlemleri kapsayan 97 diğer da-

nışmanlık sözleşmesi tamamlanmıştır. ICBC Yatırım, 2017 yılı ilk çeyreğinde Türkiye'deki bir kamu özel ortak girişimine yurtdışından finansman sağlanmasına aracılık ederek, bu işlemi yapan ilk aracı kurum olmuştur. Bu proje diğer finansmana aracılık işlemleri altında gösterilmiştir. Sonuç olarak, 2017 yılında aracı kurumlar 1.309 adet yeni kurumsal finansman projesi almış, toplamda 1.020'si tahvil ihracı olmak üzere toplam 1.222 adet proje tamamlanmıştır.

Grafik 18: Tahvil İhraçları (Halka Arz ve Nitelikli Yatırımcıya Satış)



Tahvil İhraçları

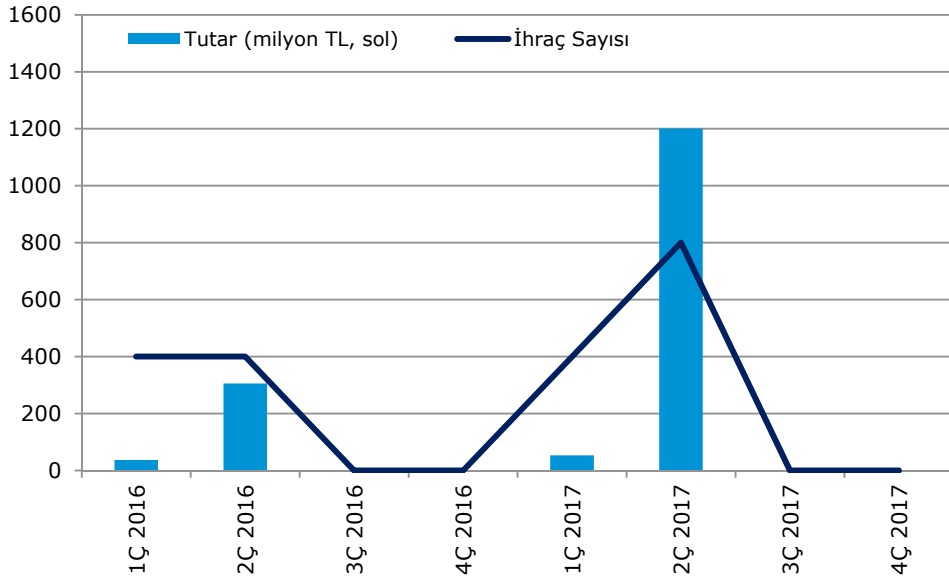
	2016/12	2017/12	Değ.
Sayı	760	1,217	60.1%
Tutar (myr TL)	90	130	44.6%

Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılında, borsada 1.217 adet tahvil ihraçı gerçekleştirilmiş ve 130 milyar TL'lik hasılat elde edilmiştir. Bu ihraçların bir kısmı bankalarca gerçekleştirildiğinden aracı ku-

rumların tamamlanan tahvil ihracı sayısı ile farklılık göstermektedir. Aynı dönemde aracı kurumlarca 1.021 adet tahvil ihracı yapılmıştır.

Grafik 19: Pay Senedi Halka Arzları



Pay Senedi Halka Arzları

	2016/12	2017/12	Değ.
Sayı	2	3	50%
Tutar (mn TL)	343	1,254	266%

Kaynak: Borsa İstanbul

2017 yılında, Mistral GYO, Fonet Bilgi Teknolojileri (Ana Pazar) ve Mavi Giyim'in (Yıldız Pazar) halka arzları gerçekleştirilmiştir. Bu arzlardan 1,25 milyar TL tutarında satış hasılatı elde edilmiştir. Bu satış hasılatının 1,17 milyar TL'lik ağırlıklı kısmının Haziran ayında

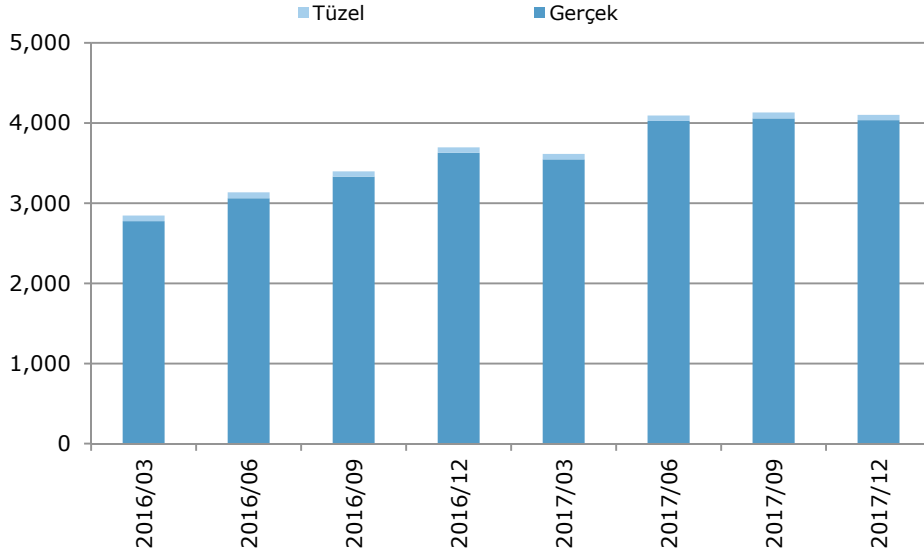
gerçekleştirilen Mavi Giyim'den kaynaklandığı görülmektedir. Mart ayında Toplu Konut İdaresi tarafından halka arz edilen gayrimenkul sertifikası ihraçıyla beraber, aracı kurumlar 2017 yılında 4 adet halka arz tamamlamıştır.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Aracı kurumlar, aracılık faaliyetleri yanında bireysel portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır.

2017 yılında aracı kurumların bireysel portföy yönetimi faaliyeti kapsamında iş hacmini artırdığı gözlenmiştir.

Grafik 20: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi – Yatırımcı Sayısı



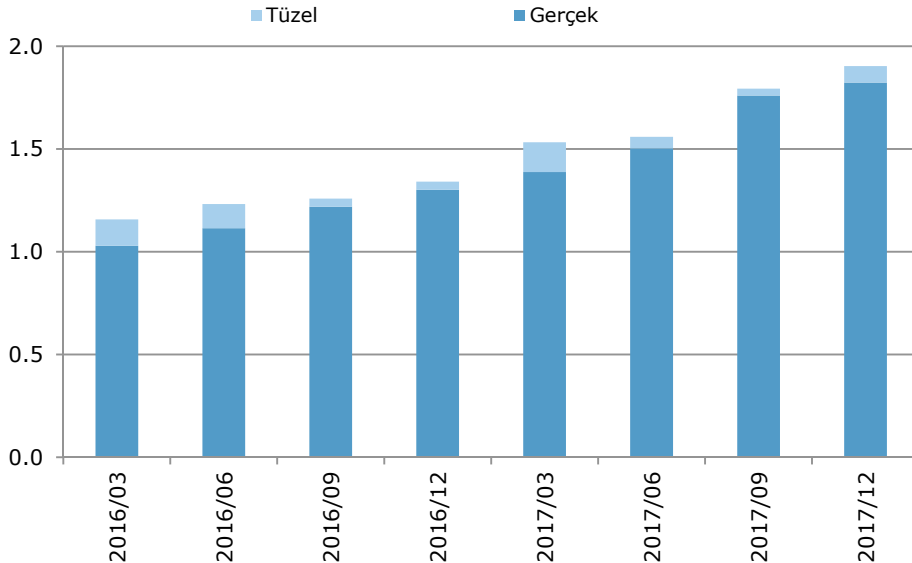
Kaynak: TSPB

2017 yılında 18 aracı kurumun portföy yönetim hizmeti verdiği görülmektedir. Müşteri sayısının 2015 sonundan itibaren arttığı ve 2017 sonu itibarıyla 4.102 gerçek ve tüzel kişiye ulaştığı görülmektedir. Bununla beraber, müşteri sayılarını değerlendirirken, bir-

den fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Aracı kurumların yönettiği portföy büyüklüğü, 2017 sonunda önceki yıla göre %34 oranında artarak 1,9 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Grafik 21: Aracı Kurumlarda Portföy Yönetimi – Yön. Portföy Büyüklüğü (myr. TL)



Kaynak: TSPB

ERİŞİM AĞI

Aracı kurumlar, genel merkezlerinin yanında müşterilerine şube, irtibat bürosu ve acenteler aracılığıyla da hizmet vermektedir. Aralık 2017 itibarıyla toplam 39 kurumun merkez dışı birimleri bulunup, bu birimlerin %96'sından fazlasının emir iletimine aracılık eden acentelerden oluştuğu anlaşılmaktadır. Bununla birlikte daha önce de değinildiği gibi, merkez dışı birimlerdeki işlemlerin büyük bir kısmı şubeler tarafından gerçekleştirilmektedir.

Banka kökenli aracı kurumlar emir iletimine aracılık için grup bankaları ile anlaşırken, bağımsız aracı kurumların yine çeşitli banka veya katılım bankaları ile anlaştığı görülmektedir. Bazı aracı kurumlar emir iletimi sözleşmesi imzalamış olmasına karşın, acenteler aracılığıyla sadece müşteri edinimine katkı sağlamakta, fiilen emir kabul etmemektedir. Birliğimiz tarafından derlenen verilere göre, Aralık 2017 itibarıyla banka dışı olmayan üç aracı kurumun çeşitli bankalarla arasında emir iletimine aracılık sözleşmesi olduğu görülmektedir.

Tablo 2: Erişim Ağı

	2016/03	2016/06	2016/09	2016/12	2017/03	2017/06	2017/09	2017/12
Şubeler	331	330	310	310	303	296	298	291
İrtibat Büroları	74	69	67	59	37	37	41	40
Acente Şubeleri	7,256	8,287	8,489	8,297	8,542	8,533	8,484	8,392
TOPLAM	7,661	8,686	8,866	8,666	8,882	8,866	8,823	8,723

Kaynak: TSPB

2016 yılında sonra 2017 yılında da aracı kurumlar merkez dışı birimlerini kapatmaya devam etmiştir. 2016 yılının ilk yarısında 330 olan şube sayısı, 2016 sonunda 310'a, 2017 sonunda ise 291'e düşmüştür.

İrtibat bürolarında da 2016 başında 70'in üzerinde olan sayı 2017 sonunda 40'a inmiştir.

ÇALIŞAN PROFİLİ

2017 yılında aracı kurumların çalışan profilini etkileyen en önemli gelişme, Şubat ayında yürürlüğe giren foreks düzenlemesi olmuştur. Bu düzenlemenin hemen ardından, gelirlerinin önemli bir kısmını kaldıraçlı işlemlerden elde eden aracı kurumlar küçülmeye gitmiştir. Bu aracı kurumların ilk adımı, bazı merkez dışı birimlerini kapatmak ve yurtiçi satış birimlerinde istihdamı azaltmak olmuştur. Yeni düzenleme neticesinde bazı kurumların faaliyetlerini tamamıyla sonlandırması da sektördeki istihdamı düşürücü yönde etki etmiştir.

2017 yılı ilk çeyreğinde yürürlüğe giren foreks düzenlemesinden sonra, gelirlerinin önemli bir kısmını kaldıraçlı işlemlerden elde eden kurumlar, aldıkları tasarruf tedbirleri kapsamında irtibat bürolarının önemli bir kısmını kapatmıştır.

Özellikle ilk çeyrekteki küçülme ile yıl genelinde çalışan sayısı 6.478'den 4.751'e inmiştir. Çalışan sayısının azalma eğiliminin sektör geneline yayıldığı görülmektedir. Yıl içinde 52 kurum personel sayısını azaltırken, sadece 16 kurum personel sayısını artırmıştır. Kurum başına ortalama çalışan sayısı, 2016 yılı sonunda 91 kişiye, bu dönemde 73 kişiye inmiştir.

İstihdam kaybı departman bazında incelendiğinde, kaybın ağırlıklı olarak yurtiçi satış - pazarlama birimleri (657 kişi) ve merkez dışı birimlerde (458 kişi) olduğu görülmüştür. Bu

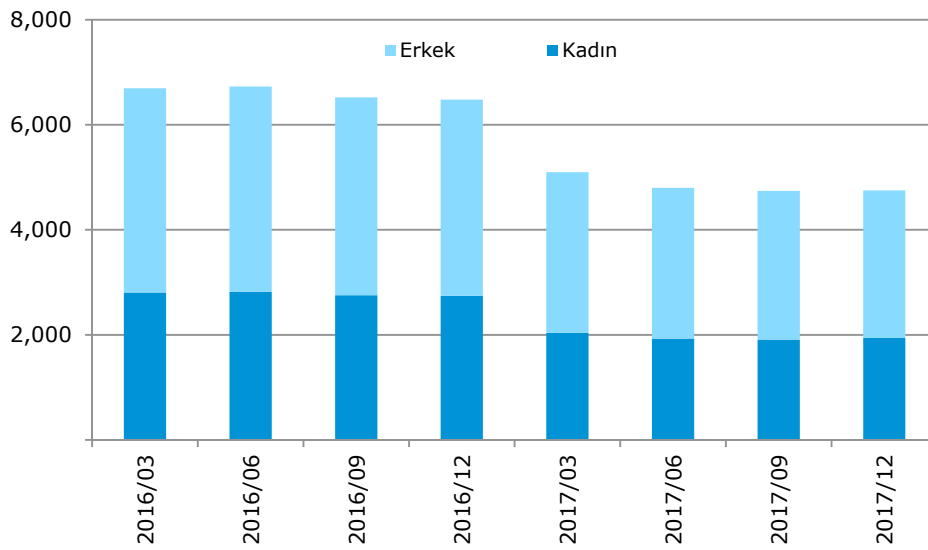
iki birimde yaşanan istihdam kaybı, toplam istihdam kaybının üçte ikisini oluşturmuştur.

İstihdam kaybı tecrübe ve yaş bazında incelendiğinde, sene sonuna göre toplam istihdam kaybının hemen hemen yarısının 2 yılın altında tecrübeye sahip çalışanlardan ileri geldiği gözlenmektedir. Çalışan sayısındaki azalışın yaş dağılımına bakıldığında, 30 yaş altı çalışanlardaki istihdam kaybının (1.169

kişi) toplam kaybın üçte ikisini oluşturduğu görülmektedir.

Çalışanların cinsiyet dağılımı incelendiğinde, foreks düzenlemesi sonrasında, ağırlıklı olarak satış ve pazarlama departmanında çalışan kadınların işini kaybetmesiyle, kadın çalışan sayısında 2016 yılı sonuna göre 803 kişilik bir düşüş görülmektedir. Böylelikle, aracı kurumlarda çalışan kadınların oranı %42'den %41'e gerilemiştir.

Grafik 22: Aracı Kurumların Çalışan Sayısı



Kaynak: TSPB

2017 yılında personel sayısını en fazla azaltan şirketler, GCM (334 kişi), Destek Yatırım (255 kişi) ve Işık Menkul Değerler (232 kişi) olmuştur. Personel sayısını azaltan bu şirketlerden Destek Yatırım, 27 Kasım 2017 tarihi itibarıyla SPK'nın onayıyla birlikte sermaye piyasası faaliyetini iki yıl süreyle geçici olarak durdurmuştur.

Çalışanların departman dağılımına bakıldığında, foreks düzenlemesinin etkilerini daha açık görebilmek mümkündür. Yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde istihdam edilen aracı kurum çalışanları sayısı 2016 sonunda 1.264 kişiyken, 2017 sonunda 607 kişiye, merkez dışı birimlerde çalışanların sayısı 2.005 kişiyken 1.547 kişiye gerilemiştir. Bu gelişme-

de, aracı kurumların son dönemde bazı irtibat bürolarını kapatması etkili olmuştur.

Aracı kuruluşlarda personelin ağırlıklı olarak merkez dışı birimler (şube, acente ve irtibat bürosu), yurtiçi satış ve pazarlama ile mali ve idari işler departmanlarında çalıştığı görülmektedir. Toplam çalışanların %59'u bu üç birimde çalışmaktadır.

Tablo 3'te görüleceği üzere, aracı kurumların ortalama çalışan sayısı 2016/12 döneminde 91 kişiyken bu dönemde 73 kişiye gerilemiştir. Ortalama çalışan sayısı en fazla olan yurtiçi satış ve pazarlama birimlerinde çalışan sayısı aynı dönemler arasında 23 kişiden 14 kişiye inmiştir.

Tablo 3: Çalışanların Departman Dağılımı

	Çalışan Sayısı		Ortalama Çalışan Sayısı	
	2016/12	2017/12	2016/12	2017/12
Şube, Acente, İrtibat Bürosu	2,005	1,547	5	5
Şube	1,421	1,345	5	5
Acente	19		1	-
İrtibat Bürosu	565	202	10	5
Yurtiçi Satış ve Pazarlama	1,264	607	23	14
Broker	110	84	2	2
Dealer	277	228	7	7
Yurtdışı Satış ve Pazarlama	197	145	5	6
Hazine	142	124	4	4
Portföy Yönetimi	36	35	2	2
Kurumsal Finansman	141	129	3	4
Araştırma	229	175	4	4
Mali ve İdari İşler	802	647	11	10
İç Denetim-Teftiş	204	177	3	3
İnsan Kaynakları	78	65	2	2
Bilgi İşlem	341	243	6	4
Diğer	652	545	10	9
Toplam	6,478	4,751	91	73

Kaynak: TSPB

FİNANSAL TABLOLAR

Birliğimiz, aracı kurumların kamuya açıkladıkları özet finansal tabloların yanı sıra, bu tablolara ilişkin daha detaylı verileri de derlemektedir. Birliğimiz tarafından hazırlanan Aracı Kurum Finansal Tablo Hazırlama Rehberi doğrultusunda düzenlenen dipnotlar ile özet finansal tablolar arasında ufak farklılıklar mevcuttur. Dipnotlarda yer alan detaylı veriler uygulama birliği açısından daha sağlıklı bulunduğundan, rapordaki tüm tablolarda bu verilere yer verilmiştir.

Aracı kurumların toplam varlıkları artan finansal yatırımlar ve ticari alacaklarla birlikte

2017 itibarıyla 2016'ya göre %9 artarak 23 milyar TL'ye çıkmıştır.

Likit bir aktif yapısına sahip aracı kurumların varlıklarının 22 milyar TL'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır.

Toplam varlıkların 12 milyar TL'sini nakit ve nakit benzerleri, 7 milyar TL'sini ise kısa vadeli ticari alacaklar oluşturmaktadır. Toplam varlıklardaki yükselişte ticari alacaklar kaleminde takip edilen müşterilerden alacaklardaki artış etkili olmuştur.

Tablo 4: Aracı Kurumların Özet Bilançosu (milyon TL)			
	2016	2017	Değişim
Dönen Varlıklar	20,109	21,863	8.7%
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,111	12,245	1.1%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	1,054	1,616	53.3%
Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)	6,259	7,085	13.2%
Diğer	685	918	34.0%
Duran Varlıklar	1,069	1,194	11.7%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	591	743	25.6%
Diğer	477	451	-5.5%
TOPLAM VARLIKLAR	21,178	23,057	8.9%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,703	18,185	8.9%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	10,814	11,634	7.6%
Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)	5,357	6,094	13.8%
Diğer	532	457	-14.0%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	139	146	4.5%
Özkaynaklar	4,336	4,726	9.0%
Ödenmiş Sermaye	2,384	2,313	-3.0%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	272	253	-7.0%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	9	10	2.6%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	118	179	51.1%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	569	551	-3.2%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	499	621	24.5%
Net Dönem Kârı/Zararı	483	799	65.4%
TOPLAM KAYNAKLAR	21,178	23,057	8.9%

Kaynak: TSPB

Nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar beraber değerlendirildiğinde, Tablo 5'te görüldüğü üzere aracı kurumların 13,6 milyar TL'lik kısa vadeli portföylerinin büyük kısmını repo ve mevduatların oluşturduğu görülmektedir. Toplam kısa vadeli portföyü 2016 sonuna göre %5 artış göstermiştir.

2017 itibarıyla pay senedi yatırımları 2016'ya göre iki buçuk katına çıkarak 489 milyon TL'ye, ağırlıklı mevduat içeren diğer finansal araçlar ise yaklaşık üç katına çıkarak 275 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Tablo 5: Aracı Kurumların Kısa Vadeli Portföy Dağılımı (milyon TL)			
Finansal Araçlar	2016	2017	Değişim
Repo ve Mevduat	11,826	11,941	1.0%
Kamu SGMK	254	231	-9.1%
Özel SGMK	518	621	20.0%
Pay Senedi	191	489	156.3%
Diğer	91	275	200.6%
Toplam	12,880	13,556	5.3%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların 18 milyar TL değerindeki yükümlülüklerinin 12 milyar TL'sini kısa va-

deli borçlanmalar, 6 milyar TL'sini ise büyük ölçüde aracı kurumların menkul kıymet iş-

lemlerine ilişkin borçlarını yansıtan kısa vadeli ticari borçlar oluşturmaktadır.

Aracı kurumların kısa vadeli borçlanmalarının 7 milyar TL'sini para piyasasına borçlar, 4 milyar TL'sini çıkarılmış tahvil, bono ve senetler, 400 milyon TL'sini banka kredileri oluşturmaktadır. 2017 yılında aracı kurum-

larca çıkarılmış tahvil tutarı 1 milyar TL artış sergilemiştir.

Verisi derlenen aracı kurumların sayısı son bir yılda 71'den 65'e düşse de toplam öz-kaynaklar %9 artarak 4,7 milyar TL olmuştur.

GELİR TABLOSU

2017'de aracı kurumların gelirleri önceki yılın aynı dönemine kıyasla %15 oranında artarak 2,5 milyar TL'ye çıkmıştır.

Aracılık gelirlerinde bir önceki döneme göre hafif gerileme görülse de kurum portföyü

karları, artan kurumsal finansman gelirleri ve müşteri faiz gelirlerindeki yükseliş toplam gelirlerin %15 büyümesini sağlamıştır.

Tablo 6: Aracı Kurumların Gelirleri (milyon TL)			
	2016	2017	Değişim
Aracılık Gelirleri	1,511	1,435	-5.0%
Kurum Portföyü Kar/Zararları	106	302	186.2%
Kurumsal Finansman Gelirleri	164	240	47.0%
Varlık Yönetimi Gelirleri	37	47	27.1%
Müşteri Faiz Gelirleri	211	332	57.7%
Diğer Gelirler	147	153	3.9%
Toplam	2,175	2,510	15.4%

Kaynak: TSPB

Toplam gelirlerin önemli bir kısmını aracılık gelirleri oluştururken, karşılaştırılan dönemlerde bu gelirlerin gerilediği, kaldıraçlı işlem aracılık gelirlerindeki gerilemeyi diğer kıymetlerin kısmen telafi ettiği görülmektedir.

2017'de aracı kurumların müşterileriyle yaptıkları pay senedi işlemleri önceki yıla göre %39 artarken bu işlemlerden elde edilen gelirler daha düşük oranda, %38 artmıştır. Sektörün aracı kuruma kalan efektif ortalama pay senedi komisyon oranı 2017'de %0,0325 olarak hesaplanmaktadır.

2017'de türev işlemlerden elde edilen aracılık gelirleri işlem hacmindeki yükselişe paralel olarak %32 artışla 219 milyon TL'ye çıkmıştır.

SPK tarafından yapılan düzenlemeler neticesinde 2017'nin ilk çeyreğinin ortasından itibaren kaldıraçlı işlem hacmi hızla düşmeye başlamıştır. Müşteriler ile yapılan işlem hacmi bir önceki yıla göre %62 azalırken, bu işlemlerden elde edilen gelirler nispeten daha az, %55 oranında düşerek 288 milyon TL'ye inmiştir.

Bununla beraber, kaldıraçlı işlemlerden en fazla gelir elde eden GCM, İntegral ve Ak Yatırım toplam gelirin %45'ini oluşturmuştur. Bu kurumların müşteriler ile yapılan kaldıraçlı işlemlerdeki payı ise %32'de kalmaktadır.

Tablo 7: Aracılık Gelirleri (milyon TL)

	2016	2017	Değişim
Pay Senedi	626	861	37.6%
Türev İşlem	166	219	31.8%
Sabit Getirili Menkul Kıymet	19	22	16.6%
Yabancı Menkul Kıymet	62	45	-26.7%
Kaldıraçlı İşlem	639	288	-54.9%
Toplam	1,511	1,435	-5.0%

Kaynak: TSPB

Aracı kurumların kurumsal finansman faaliyetlerinden elde ettiği gelirler 2017’de %47 artarak 240 milyon TL’ye ulaşmıştır. Halka arz / özel sektör borçlanma aracı ihraç gelirleri bir önceki seneye göre %60 artarak 155

milyon TL olmuştur. Daha çok iki aracı kurumun yaptığı işlemleri kapsayan şirket satın alma-birleşme işlemlerinden elde edilen gelirler 43 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 8: Aracı Kurumların Kurumsal Finansman Gelirleri (milyon TL)

	2016	2017	Değişim
Halka Arz	97	155	59.6%
Şirket Satın Alma-Birleşme	34	43	28.1%
Diğer Finansman Aracılık	-	17	-
Sermaye Artırımı-Temettü Dağıtım	2	2	-11.2%
Diğer Danışmanlık	30	23	-23.3%
Toplam	164	240	47.0%

Kaynak: TSPB

Tablo 6’da görüleceği üzere, 2016’da kurum portföyüne yapılan işlemlerden 106 milyon TL kazanç sağlayan aracı kurumların, 2017’de bu kazançları 302 milyon TL’ye çıkarmıştır. Bu tutarın 83 milyon TL’lik kısmı 2 kurumun pay senedi işlemlerinden, 94 milyon TL’lik kısmı ise gene 2 kurumun portföyüne yaptığı türev işlemlerinden elde ettiği gelirlerden kaynaklanmaktadır.

Yalnızca gerçek ve tüzel yatırımcılara özel portföy yönetimi hizmeti sunan aracı kurumlar 2017’de bu faaliyetlerinden 47 milyon TL gelir yaratmıştır.

2017’de aracı kurumların toplam giderleri, kapanan kurumların da etkisiyle, önceki yılın aynı dönemine göre %10 azalarak 1,8 milyar TL olmuştur. 308 milyon TL olan pazarlama giderlerinin %62’sini pay senedi, borçlanma aracı alım-satımı ve VİOP işlemleri için borsa ile takas ve saklama kuruluşlarına

ödenen giderler (işlem payları ve tescil giderleri vb.) oluşturmaktadır.

Diğer pazarlama giderleri %51 azalırken, bu durumun kaldıraçlı işlemlerde yoğunlaşan aracı kurumların 2017 başında bu işlemlere yönelik yapılan düzenlemeleri takiben pazarlama giderlerini azaltmasından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

Genel yönetim giderlerinin %60’ını personel giderleri oluşturmaktadır. Çalışan başına düşen aylık ortalama personel gideri 2016 yılına göre %22 artarak 15.754 TL olmuştur. Toplam personel gideri azalırken, ortalama personel giderindeki artış, kaldıraçlı işlemlerde yapılan düzenlemeler neticesinde özellikle nispeten daha düşük ücretle istihdam edilen satış ve pazarlama departmanlarında çalışanların işten çıkarılmalarını yansıtmaktadır.

Tablo 9: Aracı Kurumların Giderleri (milyon TL)

	2016	2017	Değişim
Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	387	308	-20.4%
İşlem Payları	147	191	29.7%
Diğer Pazarlama, Satış, Ar-Ge Giderleri	239	117	-51.3%
Genel Yönetim Giderleri	1,594	1,479	-7.2%
Personel Giderleri	950	883	-7.0%
Amortisman Giderleri	42	42	0.6%
İtfa Payları	7	6	-21.3%
Üyelik Aidat, Gider ve Katkı Payları	14	11	-19.4%
Komisyon ve Diğer Hizmet Giderleri	36	32	-12.2%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	83	68	-18.1%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	462	437	-5.4%
Toplam	1,981	1,786	-9.8%

Kaynak: TSPB

Sonuç olarak, 2017’de kurum portföyü kar-ları, kurumsal finansman gelirleri, müşteri-lerden alınan faiz gelirleri ve pay senedi ara-cılık gelirlerindeki artışın etkisiyle toplam faaliyet gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre %15 artarak 2,5 milyar TL olmuştur.

Aynı dönemde, diğer faaliyet gi-der/gelirleriyle beraber net faaliyet giderleri %6 azalmıştır. Bu nedenle faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 1,5 katına çıkarak 774 milyon TL olarak gerçek-leşmişti

Tablo 10: Aracı Kurumların Gelir Tablosu (milyon TL)

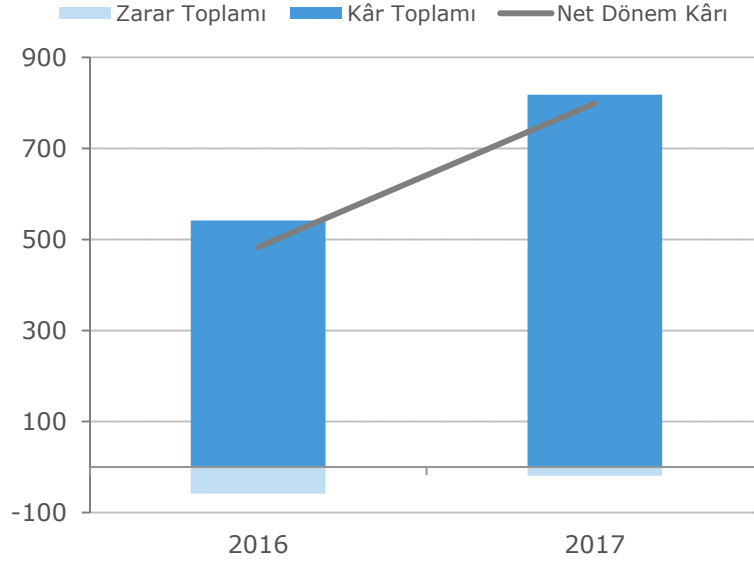
	2016	2017	Değişim
Satış Gelirleri (Net)	164,222	149,028	-9.3%
Satışların Maliyeti	-162,047	-146,518	-9.6%
Brüt Kâr/Zarar	2,175	2,510	15.4%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-386	-307	-20.3%
Genel Yönetim Giderleri	-1,594	-1,479	-7.2%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1	-	-51.1%
Diğer Faaliyet Gelirleri	398	287	-27.9%
Diğer Faaliyet Giderleri	-261	-237	-9.1%
Faaliyet Kârı/Zararı	332	774	132.9%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3	7	156.0%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-2	0	-84.3%
İştirak Kâr/Zararlarından Paylar	17	15	-14.3%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı/Zararı	350	796	127.0%
Finansman Gelirleri	1,067	1,338	25.4%
Finansman Giderleri	-816	-1,158	41.9%
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi K/Z	601	976	62.4%
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Gelir/Gideri	-118	-177	50.1%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-115	-137	19.4%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-3	-40	1078.8%
Sürdürülen Faaliyetlerden Dönem Kârı/Zararı	483	799	65.4%
Durdurulan Faal. Vergi Sonrası Dönem K/Z	0	0	-
Dönem Kârı/Zararı	483	799	65.4%

Kaynak: TSPB

Sonuç itibariyle, kurum portföyü karları ve kurumsal finansman gelirleriyle artan gelirler ve azalan giderlerin etkisi sonucu aracı ku-

rumların kârı %65 artarak 799 milyon TL'ye çıkmıştır.

Grafik 23: Aracı Kurumların Net Dönem Kâr/Zararları (milyon TL)



Kaynak: TSPB

2017'de en çok kâr eden kurumlar İş Yatırım (165 milyon TL) ile Yapı Kredi Yatırım (88 milyon TL) olurken, incelenen 65 aracı kurumdan 54'ü kâr elde etmiştir.

2017'de sektörün özsermaye kârlılık oranı, kârdaki artışın özsermayedeki artıştan fazla olmasının etkisiyle bir önceki yıla göre 6 puan birden yükselerek %18 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 11: Aracı Kurumların Kârlılığı		
	2016	2017
Özsermaye Kârlılık Oranı	11.7%	18.0%
Hisse Başına Kazanç (TL)	0.20	0.35

Kaynak: TSPB

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ 2017/12

Ceylan Anıl

Bu çalışmamızda Birliğimizin portföy yönetim şirketlerinden topladığı 2017 yıl sonuna ait faaliyet ve finansal verileri, önceki dönemlerle karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Bu dönemde 6'sı gayrimenkul

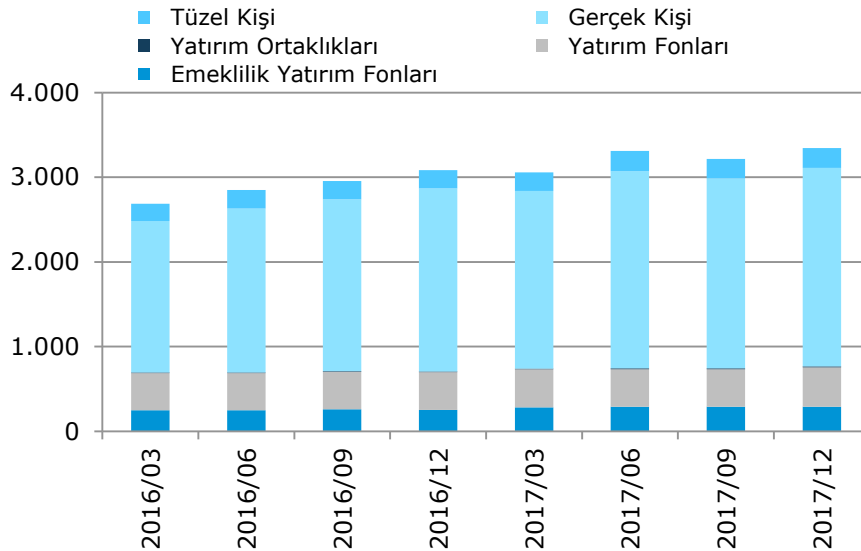
portföyü alanında uzmanlaşmış toplam 49 portföy yönetim şirketinin verileri derlenmiştir. Verilerin detaylarına Birliğimizin www.tspb.org.tr adresinden ulaşılabilir.

PORTFÖY YÖNETİMİ

Portföy yönetim şirketleri, ana faaliyet konusu fon kurma ve yönetme olan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu şirketler, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi kapsamında müşterilere ait portföyleri müşteri adına vekil sıfatıyla yönetmektedir. Portföy yönetim şirketleri, yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının portföylerinin yönetiminin yanı sıra gerçek kişi ve tüzel yatırımcılara bireysel portföy yönetimi

hizmeti de sunmaktadır. 2017 Aralık ayı itibarıyla faaliyette olan 49 portföy yönetim şirketi vardır. Portföy yönetim hizmeti sunan portföy yönetim şirket sayısı son bir yılda beş adet artmıştır. Ancak bu kurumlardan biri, portföy yönetimini yurtdışında yerleşik bir finansal kurumla ortaklaşa yürüttüğünden, bu kurumun kendi yönettiği portföy büyüklüğü bulunmamaktadır.

Grafik 1: Portföy Yönetim Şirketlerinde Portföy Yönetimi – Yatırımcı Sayısı



Kaynak: TSPB

2017 yılının Aralık sonu itibarıyla portföy yönetim şirketlerinden hizmet alan yatırımcı sayısı 2.578'i bireysel portföy yönetimi, 766'sı ise kolektif portföy yönetimi

(yatırım fonu ve yatırım ortaklığı) müşterisi olmak üzere toplamda 3.344'tür. Bununla beraber müşteri sayılarını değerlendirirken, birden fazla kurumda hesabı olan müşteriler olabileceği dikkate alınmalıdır.

Yönetilen toplam portföy büyüklüğü 2016 sonuna göre %30 artışla 159 milyar TL'ye yaklaşmıştır. Bu portföy büyüklüğünün yarısını (80 milyar TL) emeklilik yatırım fonları oluşturmaktadır. Emeklilik fonlarının portföyü 2013 yılında devreye giren devlet katkısı sayesinde düzenli olarak büyümektedir. 2017 yılında devreye giren Otomatik Katılım Sistemindeki fon büyüklüğü ise, 3,5 milyar TL olmuştur.

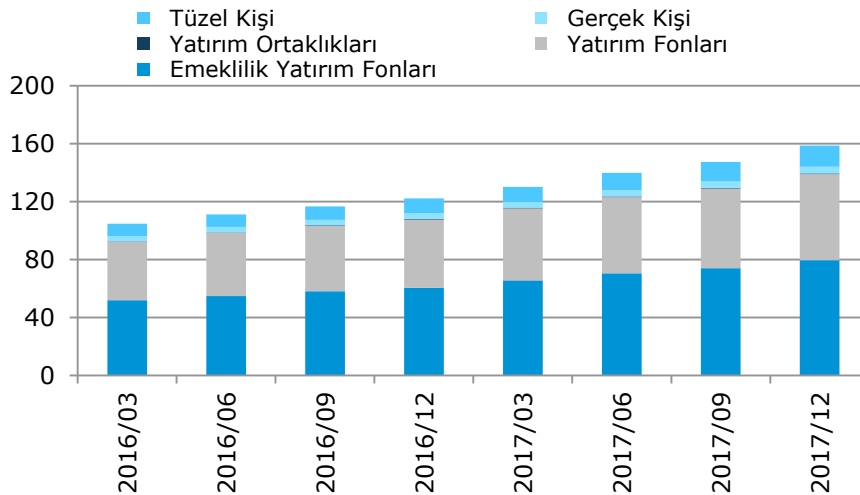
Yatırım fonları ise son bir yılda %26 oranında büyüyerek 59 milyar TL'yi bulmuştur. Aynı dönemde geleneksel menkul kıymet yatırım fonlarındaki büyüme %15'te kalırken, alternatif fonlardaki büyümenin yatırım fonlarının büyümesine ciddi bir katkısı olduğu görülmektedir. 2016 sonunda 87 milyon TL olan gayrimenkul yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 2017 sonu itibarıyla 2,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Serbest fonların sayısı bir önceki sene sonuna göre 69'dan 94'e

çıkarken, bu fonların portföy büyüklüğü ise aynı dönemde neredeyse 2 katına çıkarak 6 milyar TL'yi bulmuştur. 59 milyar TL'lik yatırım fonlarının 5,2 milyar TL'si ise, tek bir kuruma veya kişilere mahsus kurulan özel fonlardan oluşmaktadır.

Toplam portföy büyüklüğünün 19 milyar TL'si bireysel portföy yönetimi hizmeti alan gerçek ve tüzel kişilerindir. Bu tutar bireysel portföy yönetimi sözleşmeleri kapsamında yatırımcıların elindeki yatırım fonları dahil tüm yatırımları içermektedir. 2017 sonu itibarıyla bireysel portföy yönetimi hizmeti alan gerçek kişilerin (2.343 kişi) ortalama portföy büyüklüğü 2 milyon TL civarı iken, tüzel yatırımcılarda (235 kurum) bu tutar 62 milyon TL'dir.

2017 Aralık ayı itibarıyla piyasa değeri 30 milyar TL'ye yaklaşan yatırım ortaklıklarının, çok kısıtlı bir kısmı (500 milyon TL) portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmekte, bu miktar portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri toplam portföyün %0,5'inden azını oluşturmaktadır.

Grafik 2: Portföy Yönetim Şirketlerinde Portföy Yönetimi – Yönetilen Portföy Büyüklüğü (milyar TL)



Kaynak: TSPB

Yönetilen toplam portföy büyüklüğüne kurum bazında bakıldığında, yoğunlaşmanın yüksek olduğu görülmektedir. Aralık 2017 itibarıyla en yüksek portföy büyüklüğüne sahip İş Portföy Yönetiminin toplam portföy büyüklüğünün %21'ini yönettiği gözlenmektedir. İkinci sırada yer alan Ak Portföy Yönetiminin payı ise %16'dır. Tamamı banka kökenli ilk dört özel şirket (İş Portföy, Ak Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Garanti Portföy) yönetilen toplam portföy büyüklüğünde %61 paya sahiptir. Takip eden kamu kökenli (Ziraat Portföy, Vakıf Portföy ve Halk Portföy) kurumların payı ise %18'dir.

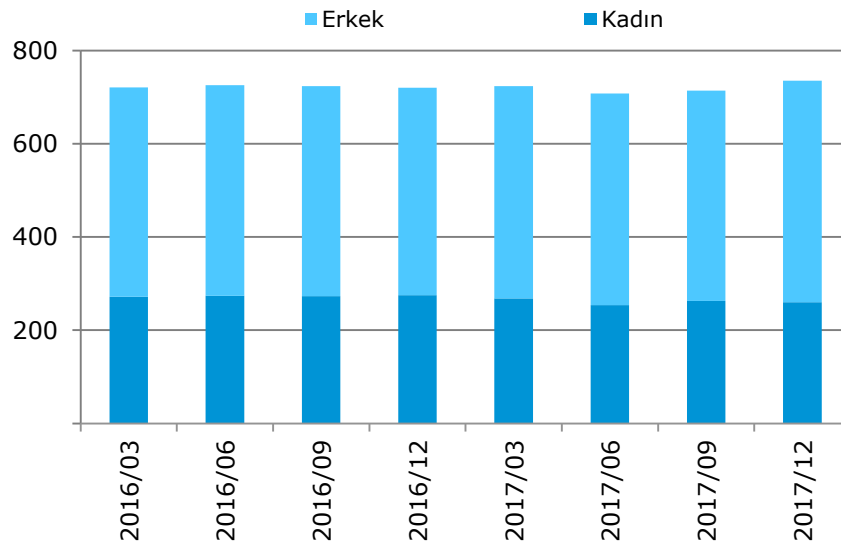
2017 sonu itibarıyla toplam 25 kurum emeklilik yatırım fonu yönetmektedir. Yine banka kökenli portföy yönetim şirketlerinin ağırlıkta olduğu emeklilik yatırım fonlarında, banka kökenli ilk beş portföy yönetim şirketi (Ak Portföy, İş Portföy, Garanti Portföy, Yapı Kredi Portföy ve Vakıf Portföy) %75'lik paya sahiptir. Banka kökenli olmayan portföy yönetim şirketlerinin emeklilik fonu portföyündeki payı %2'dir.

Yatırım fonu yöneten şirket sayısında yıl boyunca bir artış söz konusudur. Yılın üçüncü çeyreğinde üç kurum (Hedef Portföy, Kalender Gayrimenkul Portföy, Omurga Gayrimenkul Portföy) yatırım fonu yönetmeye başlamış, son çeyrekte onlara katılan 24 Gayrimenkul Portföy ile 2017 sonu yatırım fonu yöneten kurum sayısı 47'ye ulaşmıştır. İki banka kökenli portföy yönetim şirketi (İş Portföy ve Yapı Kredi Portföy), yatırım fonlarının %40'ını, banka kökenli toplam 18 kurum ise yatırım fonu portföyünün %91'ini yönetmektedir.

2017 Aralık sonu itibarıyla 31 kurumun hizmet sunduğu bireysel portföy yönetiminde de yüksek bir yoğunlaşma bulunmaktadır. Banka kökenli olan 3 şirket (Ziraat Portföy, İş Portföy ve Ak Portföy) yönetilen bireysel portföylerin %62'sini yönetmektedir. Bununla beraber, bağımsız şirketlerin bu alandaki pazar payı %25 ile kolektif portföy yönetimine kıyasla çok daha yüksektir. Gerçek kişilerin bireysel portföy yönetiminde, bağımsız portföy yönetim şirketlerinin pazar payı %42'yi bulmaktadır.

ÇALIŞAN PROFİLİ

Grafik 3: Portföy Yönetim Şirketlerinin Çalışan Sayısı



Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketlerinde çalışan sayısı 2016 sonuna göre 15 kişi artarak 735 kişi olmuştur. Kurum başına ortalama çalışan sayısı 15'tir. Fakat kurumların yarısından fazlasında, çalışan sayısı 10'dan azdır. Bununla birlikte, İş Portföy ve Yapı Kredi Portföy, sırasıyla 65 ve 60 kişiyle en fazla çalışanı barındırmaktadır. Toplam çalışan sayısına göre sıralamadaki ilk 4 kurumda (İş Portföy, Yapı Kredi

Portföy, Ak Portföy ve Garanti Portföy) çalışanların %30'u bulunurken, bu kurumların aynı zamanda yönetilen toplam portföy büyüklüğünün %61'ini oluşturan kurumlar olduğu gözlenmektedir.

Cinsiyet dağılımına bakıldığında portföy yönetim şirketlerinde çalışan kadınların oranının sadece %35'te kaldığı gözlenmektedir.

Tablo 1: Departmanlara Göre Portföy Yönetim Şirketlerinde Çalışanlar				
	Çalışan Sayısı		Ort. Çalışan Sayısı	
	2016/12	2017/12	2016/12	2017/12
Genel Müdür	48	49	1	1
Portföy Yönetimi	211	212	5	5
Yurtiçi Satış	75	81	4	4
Yatırım Danışmanı	19	21	2	2
Yurtdışı Satış	3	4	3	4
Araştırma	37	38	2	1
Risk Yönetimi	31	31	1	1
Fon Hizmet Birimi ve Operasyon	52	58	2	2
Mali ve İdari İşler	113	106	2	2
İç Denetim-Teftiş	61	59	2	2
İnsan Kaynakları	5	5	2	1
Bilgi İşlem	11	10	2	2
Diğer	54	61	3	3
Toplam	720	735	14	15

Kaynak: TSPB

Portföy yönetim şirketleri çalışanlarının %36'sının yüksek lisans veya doktora derecesi bulunmaktadır. Aynı zamanda sektörde çalışanların üçte ikisinin iş tecrübesi 10 yılın üzerindedir.

Portföy yönetim şirketlerindeki çalışanların departman dağılımı Tablo 1'de sunulmaktadır. Fonları ve müşteri portföylerini yöneten portföy yöneticileri, sektör çalışanlarının %29'unu, en kalabalık meslek grubunu oluşturmaktadır. Bu şirketlerde ortalama beş portföy yöneticisi istihdam edilmektedir. Ortalama çalışan sayısına bakıldığında en kalabalık bölüm olan portföy yöneticiliğini, sadece 20 kurumda bulunan ve ortalama dört

çalışanı olan yurtiçi satış takip etmektedir. Yurtdışı satış departmanı ise sadece bir kurumda bulunmakta olup, bu departmanda dört kişi çalışmaktadır.

İlgili mevzuatta belirtildiği gibi, portföy yönetim şirketleri, faaliyetlerini devam ettirmek için fon hizmet birimi, araştırma ve risk yönetiminden sorumlu personeli bulundurmali veya bu hizmetleri dışarıdan almalıdır. Portföy yönetim şirketlerinin yaklaşık yarısında bu departmanlar bulunmakta olup, fon hizmet biriminde ortalama iki, araştırma ve risk yönetiminde ise bir kişi ile faaliyetlerini yürütmektedir.

FİNANSAL TABLOLAR

2017 Aralık itibarıyla portföy yönetim şirketlerinin toplam varlıkları 740 milyon TL'dir. Likit bir yapıya sahip sektör varlıklarının %94'ü dönen varlıklardır. Diğer taraftan, kaynakların %90'ını öz-kaynakların oluşturduğu ve sektörün

borçluluk oranının düşük olduğu görülmektedir. 2017 sonu itibarıyla toplam varlıkların %26'sının ilk iki büyük portföy yönetim şirketinde (İş Portföy ve Garanti Portföy) olduğu görülmektedir.

Tablo 2: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)			
	2016	2017	% Değişim
Dönen Varlıklar	571.4	698.3	22.2%
Nakit ve Nakit Benzerleri	367.2	475.8	29.6%
Finansal Yatırımlar (Kısa Vadeli)	132.6	126.6	-4.6%
Diğer Dönen Varlıklar	71.6	95.9	34.0%
Duran Varlıklar	37.6	41.3	10.0%
Maddi Duran Varlıklar	10.8	10.4	-4.5%
Finansal Yatırımlar (Uzun Vadeli)	11.5	14.0	21.5%
Diğer Duran Varlıklar	15.2	17.0	11.7%
TOPLAM VARLIKLAR	609.0	739.6	21.5%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	48.6	65.9	35.6%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.2	10.0	22.1%
Özkaynaklar	552.2	663.8	20.2%
Ödenmiş Sermaye	358.4	378.6	5.6%
Sermaye Düzeltmesi Farkları	11.2	9.9	-11.7%
Paylara İlişkin Primler/İskontoları	5.3	5.3	0.0%
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Giderler	1.1	-1.5	-
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	71.2	81.7	14.7%
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	-5.8	25.2	-
Net Dönem Kârı/Zararı	110.7	165.1	49.1%
TOPLAM KAYNAKLAR	609.0	739.6	21.5%

Kaynak: TSPB

Portföy Yönetim Şirketlerinin Esas Faaliyet Gelirleri

Çalışma alanı portföy yönetimi olan bu kurumların esas faaliyet gelirleri; portföy yönetim komisyonları, yatırım danışmanlık gelirleri ve yatırım fon satış gelirleri olmak üzere 3 ana kalemde takip edilmektedir. Bununla beraber sektör gelirlerinin neredeyse tamamı portföy yönetim komisyon gelirlerinden oluşmaktadır.

2017 yılı boyunca portföy yönetim şirketleri 430 milyon TL gelir elde etmiştir. Bu gelirin 282 milyon TL'lik kısmını yatırım fonları gelirleri oluşturmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonlarından elde edilen

gelirler portföyün büyümesiyle 2016 sonuna göre %21 oranından artarken, yeni kurulan gayrimenkul yatırım fonlarından elde edilen 23 milyon TL'lik gelirin de katkısıyla yatırım fonlarından elde edilen gelirlerdeki büyüme %34'e ulaşmıştır. Sonuç olarak yatırım fonlarından elde edilen gelirler 282 milyon TL'yi bulmuştur.

Portföy hacmi daha yüksek olsa da emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde gelirler daha düşüktür. Yine de, emeklilik fonlarındaki büyümeyle beraber bu fonla-

rın yönetiminden elde edilen gelirler %22 büyüyerek 121 milyon TL'ye çıkmıştır. Bireysel portföy yönetiminden ise sektör 24 milyon TL gelir elde etmiştir. Yönetim komisyon gelirlerinin ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde edilen

yönetim ücreti oranı emeklilik yatırım fonlarında ve bireysel portföy yönetiminde sırasıyla %0,17 ve %0,14 olmuştur. Bu oran yatırım fonlarında %0,53 olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 3: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)

	2016	2017	%Değişim
Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri	333.7	429.9	28.7%
Kolektif Portföy Yönetimi	313.5	406.0	29.5%
Emeklilik Yatırım Fonları	99.4	121.4	22.1%
Yatırım Fonları	211.3	282.0	33.5%
Yatırım Ortaklıkları	2.8	2.6	-8.9%
Bireysel Portföy Yönetimi	20.1	23.9	18.7%
Gerçek Kişi	9.8	12.5	28.1%
Tüzel Kişi	10.3	11.4	9.8%
Yatırım Danışmanlığı Gelirleri	3.5	3.7	5.0%
Fon Pazarlama ve Satış Aracılık Gelirleri	0.0	0.1	-
TOPLAM	337.2	433.7	28.6%

Kaynak: TSPB

Yatırım fonlarında yönetim ücreti oranı banka kökenli olmayan portföy yönetim şirketlerinde banka kökenlilerin (%0,49) neredeyse iki misli kadar %0,95 olarak hesaplanmaktadır. Aralık 2017 sonunda yatırım fonlarında bağımsız kurumların yönetilen portföydeki payı %9 civarındadır. Bireysel portföy yönetiminde bu oranlar bağımsız ve banka kökenli kurumlar-

da, sırasıyla %0,28 ve %0,11 olarak hesaplanmaktadır. Bireysel portföy yönetiminde bağımsız kurumların payı 2017 sonunda %25'tir.

Emeklilik fonlarında bağımsız kurumların payı hayli düşük (%2) olduğundan banka kökenli ve bağımsız kurumlar arasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır.

Portföy Yönetim Şirketlerinin Giderleri

2017 yılı boyunca portföy yönetim şirketlerinin genel yönetim giderleri 289 milyon TL olmuştur. Bu giderlerin %59'unu oluşturan personel giderleri ise, bir önceki yıl sonuna kıyasla %17 oranında yükselmiştir.

2016 yılı için 717 olan sektördeki ortalama çalışan sayısı, 2017 sonunda 720'ye

yükselmiştir. Personel giderlerinin ortalama personel sayısına bölünmesiyle bir çalışanın aylık ortalama maliyetlerini hesaplamak mümkündür. 2016 sonunda 18.289 TL olan bu tutar 2017 sonunda %17'lik bir artış göstererek 19.782 TL olmuştur. Çalışan başına aylık ortalama kâr tutarı ise yıl sonunda 19.100 TL olmuştur.

Tablo 4: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)			
	2016	2017	%Değişim
Satış Gelirleri (net)	915.5	711.7	-22.3%
Satışların Maliyeti (-)	-568.5	-272.5	-52.1%
BRÜT KAR/ZARAR	347.0	439.2	26.6%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-4.8	-7.0	46.9%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-255.1	-289.1	13.3%
<i>Personel Giderleri</i>	-146.1	-171.0	17.0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0.0	0.0	-
Diğer Faaliyet Gelirleri	20.0	27.5	37.2%
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-2.3	-5.4	135.5%
FAALİYET KARI/ZARARI	104.8	165.2	57.6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	18.4	24.1	31.1%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-3.7	-10.8	195.0%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	119.5	178.5	49.3%
Finansman Gelirleri	25.2	31.7	25.8%
Finansman Giderleri (-)	-1.8	-1.5	-20.2%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ K/Z	142.9	208.7	46.1%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-33.2	-46.6	40.5%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	1.0	3.0	194.1%
DÖNEM KARI/ZARARI	110.7	165.1	49.1%

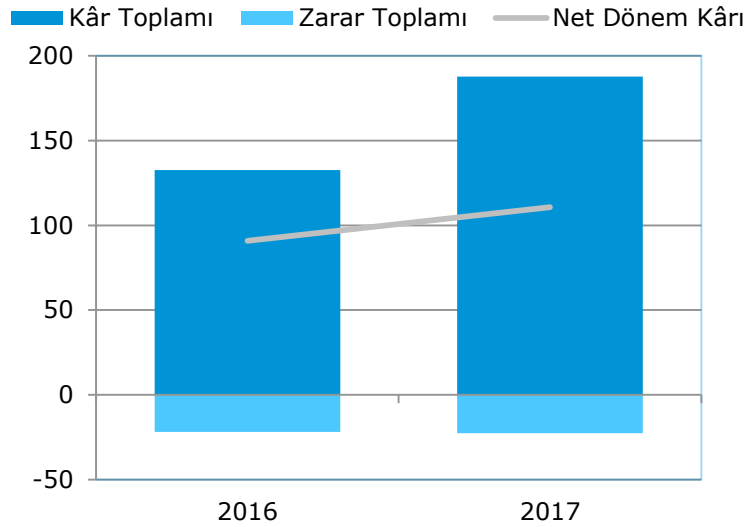
Kaynak: TSPB

Portföy Yönetim Şirketlerinin Kârlılığı

2017 yılı boyunca yönetilen portföy büyüklüğüne paralel gerçekleşen gelirlerdeki artış, giderlerdeki artışın önüne

geçmiş ve faaliyet kârı 165 milyon TL olmuştur.

Grafik 4: Portföy Yönetim Şirketlerinin Net Dönem Kâr/Zararları (milyon TL)



Kaynak: TSPB

Yatırım faaliyetlerinden net gelirler ile net finansman gelirleri ise 38 milyon TL'den 44 milyon TL'ye çıkmıştır. Sonuç olarak, sektörün net dönem kârı %49 artarak 165 milyon TL olmuştur.

Grafik 4'te görüleceği üzere, 2017 yılı boyunca 49 portföy yönetim şirketinin 21 tanesi toplamda 23 milyon TL zarar ederken, 28 şirket 188 milyon TL kâr elde etmiştir. 2016 yıl sonunda kar ve zarar eden kurum sayısı başa baş iken, 2017 yıl sonunda kâr eden portföy yöne-

tim şirketlerinin sayısı zarar eden şirketlerin sayısından fazladır.

En yüksek kâr eden Yapı Kredi Portföy ve Ak Portföy şirketleri sırasıyla 38 ve 34 milyon TL kâr kaydetmiş ve sektör toplam kârının %44'ünü oluşturmuştur.

Kârdaki artışla beraber, Tablo 5'te görüleceği üzere, portföy yönetim şirketlerinin net kârlılık ve özsermaye kârlılığı oranları da artmıştır.

Tablo 5: Portföy Yönetim Şirketlerinin Kârlılığı		
	2016	2017
Özsermaye Kârlılık Oranı	23.6%	28.7%
Net Kâr/Gelirler	31.9%	37.6%

Kaynak: TSPB

DÜNYADA İPOTEK FİNANSMANI KURULUŞLARI

Onur Salttürk

Türkiye bankacılık sektöründe ortalama kredi vadesinin, ortalama mevduat vadesine göre hayli yüksek olduğu, bu durumun da bankaların faiz riski yönetim faaliyetlerini zorlaştırdığı görülmektedir. Öte yandan, 2010 yılından bu yana sürekli artan kredi/mevduat oranının ise bankaların kredi verme kapasitesini baskıladığı anlaşılmaktadır.

Vade uyumsuzluğunun giderilmesi ve alternatif kaynaklara erişerek finansman alternatiflerinin zenginleştirilmesi amacıyla son yıllarda bankaların borçlanma aracı ihraçlarına yöneldiği görülmektedir. Bununla beraber, son dönemde bankaların tahsis ettikleri kredileri menkul kıymetleştirmeye başladığı da anlaşılmaktadır.

Mevcut durumda ülkemizde yasal altyapısı bulunan İpotek Finansmanı Kuruluşu (İFK) modelinin hayata geçirilmesiyle bankacılık kesiminde yükselen kredi/mevduat oranının azaltılarak spesifik ve sistemik riskin düşürüleceği, sermaye piyasası ürün çeşitliliğinin artacağı, ikinci el piyasada artan

hacim ile yatırım kuruluşları için yeni gelir imkanı yaratılacağı ve yatırımcı tercihlerine yönelik yeni finansal ürünler sunulabileceği düşünülmektedir.

Gösterge'nin 2017 Güz sayısında "Menkul Kıymetleştirmede İpotek Finansmanı Kuruluşu Modeli" ismiyle yayımlanan çalışmamız menkul kıymetleştirilmiş ürünleri genel olarak tanıtmış, menkul kıymetleştirmenin temel ilkelerini ve uluslararası arenada bolca örneği bulunan ipotek finansmanı kuruluşlarının yapı ve faydalarını inceleyerek Türkiye'de kurulacak olası bir ipotek finansmanı kuruluşunun ortaklık ve organizasyonel yapısına yönelik değerlendirmelerde bulunmuştur. 2018 Kış sayısında ise "Dünyada Menkul Kıymetleştirme" makalesi ile dünyada hayli gelişmiş örnekleri bulunan menkul kıymetleştirme pratikleri karşılaştırmalı olarak incelenmiştir.

Bu çalışmamızda çeşitli ülkelerde kurulmuş ipotek finansmanı kuruluşlarının tarihi, kuruluş amacı, ortaklık ve yönetim yapısı ile ana faaliyetleri incelenmektedir.

ABD: FANNİE MAE VE FREDDİE MAC

Fannie Mae ve Freddie Mac, ABD gayrimenkul piyasasını desteklemek için menkul kıymetleştirme faaliyetleri gerçekleştirmek üzere kamu tarafından kurulmuş kurumlardır. Benzer amaca yönelik olarak kamunun %100 ortağı olduğu Ginnie Mae de menkul kıymetleştirme faaliyetlerine garanti sunarak bu piyasayı desteklemektedir.

Fannie Mae gayrimenkul piyasasını derinleştirmek için 1938'de New Deal'ın bir par-

çası olarak *Federal National Mortgage Association Charter Act* ile Washington'da bir kamu kurumu olarak kurulmuştur. 1968 yılında ilgili kanunda yapılan değişikliklerle Fannie Mae halka açık bir şirkete dönüştürülmüştür. Böylelikle kurumun federal bütçenin dışına çıkarılması sağlanmıştır.

Kurum küresel finansal piyasalarda bugün en fazla ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracında bulunan kuruluşlardan biridir. Federal Konut Finansmanı Kurumu, 2007/08

finansal krizinde önemli rol oynayan Fannie Mae'ye 6 Eylül 2008'de kayyum olarak atanmıştır. %100'ü halka açık olan kurum halen kayyum yönetimindedir.

Fannie Mae'nin amacı bireylerin konut edinimini kolaylaştırmak için finansal kuruluşlara kaynak yaratmaktır Fannie Mae büyük ticari bankalardan konut kredileri satın almakta ve bu varlıklara dayanan ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir. Fannie Mae ihraç ettiği ipoteye dayalı menkul kıymetlere dayanan kredilerin batması durumunda yatırımcılara yapılacak ödemeleri karşılamakta, bir diğer deyişle kredileri garantilemektedir.

Kurumun 12 yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır. Yönetim kurulu özel sektör şirketleri ve kar amacı gütmeyen kuruluş yöneticilerinden meydana gelmektedir. Kurumda halihazırda 7.200 kişi istihdam edilmektedir.

Fannie Mae kredi tahsisinden bulunmaktadır. Kurumun varlık havuzu ABD'de tahsis edilen konut kredilerinden meydana gelmektedir. Kredilerin mülkiyeti Fannie Mae'ye aittir. Fannie Mae bu kredileri menkul kıymetleştirerek ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir. İpoteye dayalı menkul kıymete konu kredilerin Fannie Mae tarafından menkul kıymetleştirilmeden önce belirli kriterlere uygunluk göstermesi gerekmektedir: Başvuru sahibinin konut peşinatının en az %20'sini ödemesi, düzenli gelir sahibi olduğunu ispatlaması ve konut için uzmanlarca uygun değerlendirilmesi gereklidir.

Freddie Mac de Fannie Mae gibi ABD'de ikincil ipotek piyasasında faaliyet göstermektedir. Freddie Mac, Fannie Mae'ye alternatif olarak rekabeti kuvvetlendirmek için 1970 yılında *Federal Home Loan Mortgage Corporation Act* ile Virginia'da özel bir şirket olarak kurulmuştur. Freddie Mac'in amacı likidite sağlayarak ve riski dağıtarak gayrimenkul piyasasının istikra-

rını sağlamak, uygun oranlarla finansmana erişimi mümkün kılarak konut edinimini özendirmek ve kolaylaştırmaktır. Fannie Mae'nin aksine portföyünü büyük ticari bankalar yerine nispeten küçük yerel bankaların kredilerinden oluşturmaktadır.

Kurumun 13 yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır. Yönetim kurulunda özel sektör şirketleri ile federal kurumların üst düzey yöneticileri ile bir öğretim görevlisi bulunmaktadır. Kurumda yaklaşık 5.000 personel çalışmaktadır.

Freddie Mac de Fannie Mae'ye benzer şekilde kredi tahsis etmemektedir. Bunun yerine ABD'de tahsis edilen konut kredilerini satın alıp bunları menkul kıymetleştirerek ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir. Freddie Mac müstakil ev, apartman dairesi, kooperatif ve site benzeri gayrimenkullere tahsis edilen kredileri satın almaktadır. Kredilerin mülkiyeti Freddie Mac'e aittir. Kurum üst limit dahilinde peşinatı ödenmiş, kredi notu belirli bir eşiğin üzerinde olan borçlulara tahsis edilmiş kredileri portföyüne dahil etmektedir.

Fannie Mae'ye benzer sebeplerle 6 Eylül 2008'de Federal Konut Finansmanı Kurumu, Freddie Mac'e kayyum olarak atanmıştır. %100'ü halka açık olan kurum halen kayyum yönetimindedir.

Hem Fannie Mae hem de Freddie Mac'in sermaye yapıları incelendiğinde cari öz kaynaklarının ödenmiş sermayelerinin hayli önünde olduğu görülmektedir. Bunun nedeni 2007/08 finansal krizinde yaşanan kayıpların şirket ödenmiş sermayelerinin neredeyse tamamını ortadan kaldırmış olmasıdır.

Tablo 1'de görüldüğü gibi hem Fannie Mae hem de Freddie Mac yatırım yapılabilir kredi notuna sahiptir. Kredi notunun yüksekliği kurumların gayrimenkul piyasası için uzun vadeli olarak uygun oranlarla borçlanmasına olanak tanımaktadır.

Tablo 1: Fannie Mae ve Freddie Mac Hakkında Seçilmiş Bilgiler (myr. \$, 2016)

	Fannie Mae	Freddie Mac
Özkaynaklar	6	5
Ödenmiş Sermaye	117	86
Varlıklar	3,300	2,000
Gelir	14.4	14
Net Kar	5	7.8
Kredi Notu		
S&P	AA+	AA+
Moody's	Aaa	Aaa
Fitch	AAA	AAA

Ginnie Mae, Fannie Mae ve Freddie Mac'in aksine ABD Hükümeti'ne doğrudan bağlı bir devlet kurumudur. Ginnie Mae doğrudan Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'na bağlı olup, uygun bulunan finansal kuruluşlara garanti sağlayarak "Ginnie Mae" etiketiyle menkul kıymet ihracına olanak sağlamaktadır. Bir Ginnie Mae kıymetine yatırım yapan yatırımcı dayanak varlığın hangi kurum tarafından tahsis edildiğini daha bilmemektedir; sadece kıymetin Ginnie Mae aracılığıyla ABD devleti tarafından garantiye alındığını bilmektedir.

Ginnie Mae'nin verdiği garanti sayesinde konut kredisi tahsis eden kuruluşlar ikincil piyasada kredilerini daha iyi fiyata satma olanağına kavuşmaktadır. Ginnie Mae dayanak alınan kredilerde ödeme gücüne düşmesi durumunda ipotekle dayalı menkul kıymetlere bu ödemeleri tazmin etmektedir. Ginnie Mae sadece sıkı şartları yerine getiren krediler için garanti sağlamaktadır. Açık devlet garantisi bulunduğu tarihsel olarak Ginnie Mae'nin garanti sunduğu kıymetler Fannie Mae ve Freddie Mac'in ihraçlarından daha güvenli olarak görülmüştür.

FRANSA: KONUT FİNANSMANI KURULUŞU

Konut Finansmanı Kuruluşu (Caisse de Refinancement de l'Habitat, CRH) 1980'lerde Fransa'da gayrimenkul piyasasını desteklemek amacıyla yapılan reformun bir parçası olarak 85-685 sayılı kanun ile 1985'te Paris'te kurulmuştur. Caisse de Refinancement de l'Habitat, Fransa konut kredisi pazarının yaklaşık %90'ını oluşturan 5 finansal kuruluşun ortak teşebbüsüdür. Credit Mutuel ile Credit Agricole/Credit Lyonnais %72 ile sermayenin önemli çoğunluğuna sahiptir. Caisse de Refinancement de l'Habitat'nın amacı sermayedar olan finan-

sal kuruluşlar tarafından tahsis edilen konut kredilerine dayanan varlık teminatlı menkul kıymet ihraç ederek gayrimenkul sektörüne finansman sağlamaktır.

Kurumun yönetim kurulu 9 kişiden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu'nda hissedar bankaları temsilen üst düzey banka yöneticileri bulunmaktadır. Caisse de Refinancement de l'Habitat bünyesinde yaklaşık 10 kişi istihdam etmekte olup tüm çalışanları üst düzey yöneticidir. Kurumun faaliyetleri için gerekli işgücü ortak bankalardan sağlanmaktadır.

Tablo 2: CRH Hakkında Seçilmiş Bilgiler (mn. €, 2016)

Özkaynaklar	563
Ödenmiş Sermaye	540
Varlıklar	42,600
Gelir	2.3
Net Kar	0.057
Kredi Notu	
S&P	-
Moody's	Aaa
Fitch	AAA

Caisse de Refinancement de l'Habitat'ya Ekonomi ve Maliye Bakanlığı tarafından çeşitli imtiyazlar almıştır. Başlangıçta yapılan varlık teminatlı menkul kıymet ihraçlarında doğrudan devlet güvencesi bulunsa da bu garanti kaldırılmış, bunun yerine Caisse de Refinancement de l'Habitat yatırımcılarına menkul kıymetleştirmeye konu varlık havuzları üzerinde öncelik tanınmıştır. Caisse de Refinancement de l'Habitat'ya sağlanan yasal esneklik sayesinde temerrüt durumunda yatırımcılar teminata doğrudan ve hızlıca erişebilmektedir.

Kurum şirket olmasına rağmen kar amacı gütmeyen bir kurumdur; sadece ortaklarının menkul kıymetleştirme faaliyetlerini gerçekleştirmek için faaliyet göstermektedir. Bu nedenle faaliyetleri için işlem ücreti veya komisyon talep edilmemektedir. Tablo 2'de de görüldüğü gibi 2016'da net kar 57.000 € ile karşılaştırılan ülke kurumlarının aksine hayli düşük kalmaktadır.

Caisse de Refinancement de l'Habitat sadece Fransa'da tahsis edilen konut kredilerini menkul kıymetleştirmektedir. Varlık havuzuna dâhil edilecek krediler, kredi tahsis eden finansal kuruluşlarla beraber Caisse de Refinancement de l'Habitat'nın iç kontrol mekanizmalarına da uygunluk göster-

melidir. Kredilerin mülkiyeti krediyi tahsis eden bankalarda kalmakla beraber temerrüt durumunda krediler koşulsuz şartsız Caisse de Refinancement de l'Habitat mülkiyetine geçirilebilmektedir. Caisse de Refinancement de l'Habitat'nın ihraç ettiği menkul kıymetlerin faiz, vade ve para birimi bankalara tahsis ettiği kredilerle aynıdır. Caisse de Refinancement de l'Habitat Euro ve İsviçre Frangı cinsinden varlık teminatlı menkul kıymetler ihraç etmektedir.

Kurum ihraçları Avrupa Varlık Teminatlı Menkul Kıymet Konseyi (European Covered Bond Council – ECBC) onaylıdır. CRH'nin ihraç ettiği menkul kıymetler Avrupa genelinde kamu dışı yapılan en büyük ihraçlar arasındadır. Bu sebeple kıymetlerin likiditesi hayli yüksektir. Caisse de Refinancement de l'Habitat, bilançosunun büyüklüğü nedeniyle "sistemik önemli finansal kuruluş" olarak tanımlandığından 4 Kasım 2014'ten beri Avrupa Merkez Bankası denetimi altındadır.

Kuruluşundan bu yana Caisse de Refinancement de l'Habitat 90 milyar EUR'dan fazla varlık teminatlı menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir. Kurumun yaklaşık 38 milyar EUR'luk varlık teminatlı menkul kıymet stoku bulunmaktadır.

JAPONYA: JAPONYA GAYRİMENKUL FİNANSMAN KURUMU

Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu (Japan Housing Finance Agency, JHF) Japon gayrimenkul piyasasına finansman sağlamak için Japonya Konut Finansmanı İdaresi Kanunu ile 2007 yılında Tokyo'da kurulmuş bir kamu kurumudur. Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu'nun amacı ve sahipliğini yaygınlaştırma ve sosyal refahı artırma gayesiyle finansal kuruluşların sağladığı konut kredilerinin tahsisini için yalın ve etkin kaynak yaratmak, doğal afetler neticesinde ortaya çıkan finansman gereksinimini desteklemektir.

Kurumun yönetim kurulu başkanı Altyapı ile Maliye bakanları tarafından atanır. Kurumda Nisan 2017 itibarıyla 902 kişi çalışmaktadır.

Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu, ipoteğe dayalı menkul kıymet ve ipotek teminatlı menkul kıymet ihracı gibi menkul kıymetleştirme faaliyetleri yanında konut kredisi tahsis ve sigorta hizmetlerini de gerçekleştirmektedir. Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu bunun yanında geleneksel tahvil ihraçları ve kredilerle de finansman sağlamaktadır.

Tablo 3: JHF Hakkında Seçilmiş Bilgiler (myr. \$, 2016)	
Özkaynaklar	12
Ödenmiş Sermaye	6
Varlıklar	225
Gelir	6.3
Net Kar	1.7
Kredi Notu	
S&P	AAA
Moody's	-
Fitch	-

Kurum, tüketicilere doğrudan kredi tahsis etmektedir. Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu'nun varlık havuzu Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu'nun verdiği kredilerle beraber finansal kuruluşlardan satın alınan konut kredilerinden meydana gelmektedir. Kredilerin mülkiyeti Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu'nda bulunmaktadır. Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu'nun ana faaliyetleri ipoteğe dayalı menkul kıymet ve ipotek teminatlı menkul kıymet ihraçları, kredi tahsis ve sigorta hizmetleridir. Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu ihraç ettiği menkul kıymetlere garanti vermektedir.

Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu finansal kuruluşlardan konut kredileri satın

olarak ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmekte ya da finansal kuruluşların ihraç ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetlere garanti sağlamaktadır. Kurum afet bölgeleri, kentsel gelişim girişimleri, çocuklu aileler ve yaşlılar için doğrudan konut kredisi de tahsis etmektedir. Kurum kamu kaynaklarına olan borçlanmaları genellikle sadece afet durumları için kullanmaktadır.

Kurumun Tablo 3'de sunulduğu gibi kurum özkaynakları 12 milyar \$ ile hayli sınırlı kalmaktayken toplam varlıklar 225 milyar \$'la hayli yüksektir. Mart 2017 itibarıyla 200 milyar USD'lik dayanak varlık olarak kullandığı konut kredisi portföyü bulunmaktadır. Bu hacmin %58'i diğer finansal kuruluşlardan alınmışken kalan kısmı Japonya Gayrimenkul Finansman Kurumu

tarafından tahsis edilmiştir. 2016'da yapılan ihraçların %80'ini ipotēğe dayalı men-

kul kıymetler oluşturmıştır.

KORE: GAYRİMENKUL FİNANSMAN ŞİRKETİ

Kamu teşebbüsü olan Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi (Korea Housing Finance Corporation, KHF) Kore gayrimenkul piyasasını desteklemek için Kore Konut Finansmanı Şirketi Kanunu ile 2004 yılında Busan'da kurulmuş olup menkul kıymetleştirme yanında konut kredisi tahsis etme, kredilere garantör olma gibi ek faaliyetler de üstlenmektedir. Kurumun ana amacı ulusal refah ve kalkınmanın sağlanması için

uzun vadeli ve istikrarlı konut finansmanı sağlamaktır. Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi ana ortakları, Kore Hazinesi ile Kore Merkez Bankası'dır.

Kurum yönetim kurulu 13 üyeden meydana gelmektedir. Yönetim kurulu başkanı ile genel müdürü aynı kişi olan kurumun yönetim kurulu öğretim üyesi, avukat ve STK yöneticilerinden meydana gelmektedir.

Tablo 4: KHF Hakkında Seçilmiş Bilgiler (myr. \$, 2016)

Özkaynaklar	2.4
Ödenmiş Sermaye	1.5
Varlıklar	86
Gelir	2.4
Net Kar	212
Kredi Notu	
S&P	-
Moody's	-
Fitch	AA-

Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi tüketicilere doğrudan kredi tahsis etmektedir. Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi'nin varlık havuzu Kore'de verilen konut kredilerinden meydana gelmektedir. Kredilerin mülkiyeti Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi'nde bulunmaktadır. Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi, konut kredilerini kullanarak standart varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç etmektedir. Kıymetler Kore Borsası'na kote olduğu için hızla nakde çevrilebilmektedir. Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi, konut kredisi tahsisi ve menkul kıymetleştirme yanında kredi sigorta hizmetleri de sunmaktadır.

Finansal kuruluşların tahsis ettiği krediler Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi'ne devredilerek karşılığında ipotēğe dayalı menkul kıymet ihraç edildiğinden uzun va-

deli ve düşük faizli kaynak sağlamak mümkün olmaktadır.

Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi kendi sağladığı kredilerle beraber diğer finansal kuruluşların kredilerini de menkul kıymetleştirerek ipotēğe dayalı ihraç etmektedir. İhraç edilen menkul kıymet orta/uzun vadeli olduğu ve geleneksel hazine ihraçlarına göre daha yüksek getiri sağladığından sigorta ve emeklilik fonları tarafından da tercih edilmektedir.

Kurum, Kore Hükümeti ve Merkez Bankası tarafından desteklendiği için dayanak kredilerde anapara ve taksit ödemeleri gerçekleştirilmediği takdirde yatırımcılar tazmin edilir.

Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi menkul kıymetleştirme faaliyetlerine ek olarak

konut kredisi ve ters ipotek garanti fonu olarak da faaliyet göstermektedir. Kore Gayrimenkul Finansman Şirketi tarafından bugüne kadar toplam 106 milyar USD'lik ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı gerçek-

leştirilmiştir. Tablo 4'te belirtildiği gibi diğer uluslararası örneklere benzer şekilde kurumun 86 milyar \$'lık toplam varlıklarına karşı özkaynakları 2.4 milyar \$ ile hayli sınırlı kalmaktadır.

HONG KONG: HONG KONG İPOTEK ŞİRKETİ

Hong Kong İpotek Şirketi (Hong Kong Mortgage Corporation, HKMC) gayrimenkul piyasasını desteklemek için menkul kıymetleştirme faaliyetlerinde bulunmak üzere 1997 yılında Hong Kong'da hükümet adına Finansal İstikrar Fonu'ndan finansman sağlanarak kurulmuştur. kurulmuştur. %100 ortağı Hong Kong Hükümeti adına Hong Kong Merkez Bankası olan Hong Kong İpotek Şirketi Bauhinia programı altında ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir.

Kurumun ana amacı bankacılık sektörünün istikrarını korumak, ev sahipliğini özendirme ve geliştirmek, iç borçlanma piyasasının gelişimine destek olmak ve emeklilik planlama çözümlerinin geliştirilmesine katkıda bulunmaktadır.

Hong Kong İpotek Şirketi'nin yönetim kurulu 18 kişiden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu'nda Maliye Bakanı ile beraber Merkez Bankası yöneticileri, milletvekilleri, öğretim üyeleri, hukukçular, iş adamları ve danışmanlar bulunmaktadır. Yönetim Kurulu altında Denetim Komitesi ve Risk Komitesi bulunmakta olup bu komiteler doğrudan Yönetim Kurulu'na karşı sorumludur. 2016 sonu itibarıyla Hong Kong İpotek Şirketi'nde 202 kişi çalışmaktadır.

Tablo 5'te gösterildiği gibi kurumun kredi notunun hayli yüksek olması borçlanma maliyetlerini düşürürken gayrimenkul piyasasına likidite sağlanmasını kolaylaştırmaktadır.

Tablo 5: HKMC Hakkında Seçilmiş Bilgiler (myr. \$, 2016)

Özkaynaklar	1.1
Ödenmiş Sermaye	0.26
Varlıklar	6.6
Gelir	0.11
Net Kar	0.08
Kredi Notu	
S&P	AA+
Moody's	Aa2
Fitch	-

Kurum menkul kıymetleştirmeye beraber mikrofinans faaliyetleri, ters ipotek, konut kredisi tahsis ve KOBİ finansmanı için kredi garantisi sağlama gibi farklı iş kollarında da faaliyet göstermektedir. Derin ve hareketli bir ipoteğe dayalı menkul kıymet piyasasının gayrimenkul piyasasının gelişimi

için faydalı olacağı düşüncesiyle Hong Kong İpotek Şirketi 2001 yılında Bauhinia programını uygulamaya koymuştur. Bauhinia iflas riskinden arı özel amaçlı kurum olarak HKMC tarafından kurulmuştur. Bauhinia'nın tek faaliyeti ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmektir.

Hong Kong İpotek Şirketi'nin varlık havuzu hem Hong Kong İpotek Şirketi'nin hem de diğer finansal kuruluşların Hong Kong'da tahsis ettiği konut kredilerinden meydana gelmektedir. Krediler öncelikle HKMC bünyesine satın alınmakta, ardından Hong Kong İpotek Şirketi'nin menkul kıymetleştirme için kurduğu iştiraki Bauhinia'ya devredilmektedir.

İpoteğe dayalı menkul kıymet ihraç edilmesi için Hong Kong İpotek Şirketi dayanak kredileri Bauhinia'ya satmakta, Bauhinia da piyasa koşulları ve yatırımcı tercihle-

rine göre ipoteğe dayalı menkul kıymetler ihraç etmektedir. Bauhinia programı altında HKMC farklı para birimlerinde de ihraçlar yapabilmektedir. Hong Kong İpotek Şirketi ihraç edilen kıymetlerin ikincil piyasada likiditesini desteklemek için piyasa yapıcılığı faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bauhinia halka arzla beraber tahsisli satışı da mümkün kılmaktadır.

Bauhinia'nın yatırımcılara anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirememesi durumunda Hong Kong İpotek Şirketi ödemeleri üstlenmektedir.

MALEZYA: CAGAMAS BERHAD ULUSAL İPOTEK ŞİRKETİ

Cagamas Berhad (National Mortgage Corporation) Malezya'da faaliyet gösteren ulusal konut kredisi kurumudur. Cagamas 1986 yılında Kuala Lumpur'da kurulmuştur. Kurumun ana amacı ikincil gayrimenkul piyasasının derinleşmesine ve ev sahipliğinin yaygınlaşmasına yardımcı olmaktır. Kamu – özel sektör ortaklığında yönetilen Cagamas konut kredileriyle beraber ticari ve ihtiyaç kredilerine de finansman sağlamaktadır.

Kurum yönetim kurulu özel sektör ve kamu kökenli 8 kişiden oluşmaktadır. 3 yönetim kurulu üyesi yönetim kurulu icra komitesi'nde görev almaktadır. Cagamas'ta yaklaşık 100 kişi istihdam edilmektedir.

Cagamas hem varlık teminatlı menkul kıymet hem de varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları gerçekleştirdiğinden muadillerine nispeten eklektik bir iş planı vardır. Kurum geleneksel menkul kıymetler yanında faizsiz ürünler de ihraç etmektedir. Cagamas Berhad'in iştiraki Cagamas MBS, varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarını gerçekleştirmekten sorumlu özel amaçlı kurum olarak faaliyet göstermektedir. Cagamas Asya Krizi ile 2007/08 küresel finansal krizinde gayrimenkul sektörüne önemli likidite sağlayarak piyasaların işlerliğini sürdürmesine katkıda bulunmuştur.

Tablo 6: Cagamas Hakkında Seçilmiş Bilgiler (myr. \$, 2016)	
Özkaynaklar	1.3
Ödenmiş Sermaye	0.03
Varlıklar	9.6
Gelir	0.29
Net Kar	0.1
Kredi Notu	
S&P	-
Moody's	A3
Fitch	-

Cagamas kredi tahsisinde bulunmamaktadır. Kurumun varlık havuzu Malezya'da

tahsis edilen konut kredisi, ticari krediler, ihtiyaç kredilerinden meydana gelmektedir.

Cagamas, kredileri finansal kuruluşlardan satın alarak bünyesine katmaktadır.

Kurum tahsis edilen kredileri geri dönüşlü (with recourse) ve geri dönüşsüz (without recourse) olacak şekilde satın almaktadır. Geri dönüşlü kredilerle varlık teminatlı menkul kıymet, geri dönüşsüz kredilerle ise varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yapılmaktadır. Cagamas kredileri finansal kuruluşlardan satın alarak bünyesine katmaktadır.

Malezya Hükümeti'nin başlattığı konut sahipliğini destekleme programı doğrultusunda belirli krediler sınırlı oranlarda garantilenmektedir. Bu program genç yetişkinlerin %10'luk peşinatı ödemeksizin finansal kuruluşlardan ilk evleri için %100 finansman sağlamasına olanak tanımaktadır. Geri dönüşlü satın almalarda kredinin takibe düş-

mesi halinde finansal kuruluş krediyi benzer bir krediyle değiştirmekle yükümlüdür

Tablo 6'da gösterildiği gibi 9,6 milyar \$ ile kurum varlıkları özkaynaklarının hayli önünde bulunmaktadır. Cagamas 2016 sonu itibarıyla kuruluşundan bu yana 64 milyar USD'den fazla ihrac gerçekleştirmiştir. Cagamas geleneksel kıymetler yanında dayanak kredinin türüne göre İslami ürünler de ihrac etmektedir. 2016 yılında Cagamas 1,1 milyar USD faizli, 546 milyon USD İslami menkul kıymet ihrac etmiştir. İfade edilen toplam hacmin %18'i yabancı para cinsinden ihrac edilmiştir.

Kurumun ihrac ettiği menkul kıymetler ikincil piyasada işlem görmektedir. Halka arzda asgari işlem tutarı 253.000 USD (1.000.000 MYR) iken ikincil piyasadaki işlemler asgari işlem tutarı 253 USD (1.000 MYR) olarak belirlenmiştir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Bu çalışmamızda çeşitli ülkelerde bulunan ipotek finansmanı kuruluşlarının misyon ile vizyonu, ortaklık yapısı, organizasyonel yapılanması, yönetim kurulu, kanun ve düzenlemesi, seçilmiş finansal verileri, kredi notu, kredi tahsis pratikleri, ihrac ettiği ürünler ve ilgili varlık havuzu ile kredi garanti faaliyetleri karşılaştırılmıştır.

İpotek finansmanı kuruluşlarının özellikle gelişmiş ülkelerde yaygın olarak faaliyet gösterdiği görülmektedir. En eski örneklerine ABD'de rastlanan ipotek finansmanı kuruluşlarının konut edinimini kolaylaştırmak için gayrimenkul piyasalarına finansman sağlama amacıyla çeşitli ülkelerde farklı tarihlerde kurulduğu görülmektedir. Kuruluşların bazıları özel şirket statüsündeyken bir kısmı ise doğrudan kamu tarafından idare edilmektedir. Malezya örneğinde Merkez bankasıyla beraber ortakların önemli çoğunluğunun özel bankalardan

meydana geldiği buna karşın Hong Kong'da ise Hong Kong örneğinde kurumun tamamen kamu idaresi altında bulunduğu görülmektedir.

Kuruluşların çoğunlukla kamunun sağladığı doğrudan kredi garantisi gibi çeşitli imtiyazları tanıyan özel kanun ve düzenlemelerle kurulduğu görülmektedir. Böylelikle gayrimenkul piyasasını desteklemek için sağlanan finansmanın maliyeti düşürülebilmektedir. Kurumların uluslararası derecelendirme kuruluşlarından ihrac ettikleri ürünler için kredi notu temin ettiği, çoğunlukla ilgili ülkenin kredi notuna eşit bir kredi notuyla ihrac edilen ürünlerin nispeten düşük faizle ihraca imkan tanıdığı anlaşılmaktadır.

Kuruluşların çoğunlukla konut kredilerinden oluşan varlık havuzları üzerine varlığa dayalı menkul kıymet ile varlık teminatlı menkul kıymet ihrac ettiği görülmektedir.

Tablo 7: İFK Örnekler	Fannie Mae	Freddie Mac	Caisse de Refinancement de l'Habitat, CRH	Japan Housing Finance Agency (JHF)	Korea Housing Finance Corporation (HF)	Hong Kong Mortgage Corporation (HKMC)	Cagamas Berhad National Mortgage Corporation
Merkez	Washington, DC, ABD	Virginia, ABD	Paris, Fransa	Tokyo, Japonya	Busan, Kore	Hong Kong	Kuala Lumpur, Malezya
Kuruluş Tarihi	1938	1970	1985	2007	2004	1997	1986
Hissedar(lar)	%100'ü halka açık olan kuruma Federal Konut Finansmanı Kurumu (Federal Housing Finance Agency) kuruma kayyum olarak atanmıştır.	%100'ü halka açık olan kuruma Federal Konut Finansmanı Kurumu (Federal Housing Finance Agency) kuruma kayyum olarak atanmıştır.	Crédit Mutuel %37.6, Crédit Agricole - Crédit Lyonnais %34.4, Société Générale %15.9, BNP Paribas %6.7, BPCE %5.4	%100 kamu iştirakidir	HF, Kore Hazinesi ile Kore Merkez Bankası'na aittir.	HKMC'nin %100 ortağı Hong Kong Hükümeti adına Hong Kong Merkez Bankası'dır	Merkez Bankası (%20), Ulusal ve uluslararası ticari ve yatırım bankaları (%80)
Varlık Havuzu	ABD'de finansal kuruluşların tahsis ettiği konut kredileri	ABD'de finansal kuruluşların tahsis ettiği konut kredileri	Fransa'da l'Habitat ortağı finansal kuruluşların tahsis ettiği konut kredileri	Japonya'da JHF ve diğer finansal kuruluşların tahsis ettiği konut kredileri	Kore'de HF ve diğer finansal kuruluşların tahsis ettiği konut kredileri	Hong Kong'da HKMC ve diğer finansal kuruluşların tahsis ettiği konut kredileri	Malezya'da finansal kuruluşların tahsis ettiği konut kredileri
İhraç Edilen Ürün	İDMK	İDMK	Euro ve İsviçre Frank cinsinden İTMK	İDMK ve İTMK, kredi tahsis ve sigorta hizmetleri	VDMK, konut kredisi, kredi sigorta hizmetleri	İDMK, kredi tahsis, kredi sigorta hizmetleri	VDMK ve VTMK. Dayanak kredinin türüne göre ürünler faizli ve İslami olarak iki şekilde kurgulanmaktadır
Kredi Garantisi	Fannie Mae ihraç ettiği İDMK'lere garanti vermektedir	Freddie Mac ihraç ettiği İDMK'lere garanti vermektedir	CRH'ye sağlanan yasal esneklik sayesinde temerrüt durumunda yatırımcılar teminata doğrudan ve hızlıca erişebilmektedir	JHF ihraç ettiği menkul kıymetlere garanti vermektedir	HF, Kore Hükümeti ve Merkez Bankası tarafından desteklendiği için dayanak kredilerde temerrüt olduğu takdirde yatırımcılar Merkez Bankası tarafından tazmin edilir	Bauhinia'nın temerrütü halinde Hong Kong Merkez Bankası ödemeleri üstlenmektedir	Geri dönüşlü satın almalarda kredinin takibe düşmesi halinde finansal kuruluş krediyi benzer bir krediyle değiştirmekle yükümlüdür.

KAYNAKLAR

Fannie Mae: www.fanniemae.com

Freddie Mac: www.freddiemac.com

Ginnie Mae: www.ginniemae.com

Caisse de Refinancement de l'Habitat: www.crh-bonds.com

Japan Housing Finance Agency: www.jhf.go.jp

Korea Housing Finance Corporation: www.hf.go.kr

Hong Kong Mortgage Corporation: www.hkmc.com.hk

Cagamas Berhad: www.cagamas.com.my

FİNTEK: FİNANSTA TEKNOLOJİ

Ceylan Anıl

Fintek, 'finansal teknoloji' kelimelerinin ilk hecelerinin kısaltılmasıyla oluşmuştur. Fintek terimi ilk defa 1990'ların başında kullanılmıştır. Fakat pek çok sektörü etkileyen teknolojik gelişmelerin finansal sektöre yansımaları çok daha önceden, 1950'lerde kredi kartı kullanımı ile başlamıştır. Terim en genel tanımıyla, finansal hizmetlerin daha iyi, daha hızlı, daha kolay hale gelmesi için teknolojinin kullanılması anlamına gelir.

Dijitalleşen dünyada yerel ve küresel pazarlardaki rekabetle başa çıkma zorunluluğu, finansal hizmet sunan kurumların hayatta kalabilmek için yeniliklere hızlı bir şekilde adapte olması şartını beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda fintek, tüm dünyada günümüzün en önemli gündem mad-

delerinden biri haline gelmiştir. Kurumlar finansal teknolojileri yakalamak, hatta mümkünse bu yeniliklere öncü olmak konusunda rekabet etmektedir.

Türkiye'de finansal teknoloji alanının henüz yeni olması büyüme potansiyelini artırmaktadır. Son yıllarda Türkiye'deki fintek yatırımlarında hızlı bir artış vardır. Bu sayede İstanbul, fintek rekabetinde danışmanlık şirketi Deloitte'in hazırladığı 'Global Fintech Hubs' raporuna göre 2017 yılında, 44 fintek merkezi arasında yer almayı başarmıştır.

Raporumuzda, finans sektöründe büyük değişimlere yol açan teknolojiler ve hangi alanlarda nasıl kullanılabilecekleri incelenecektir.

FİNTEK: KULLANILAN TEMEL TEKNOLOJİLER

Finans sektörü mobil cüzdanlar, ödeme uygulamaları, varlık ve emeklilik planlaması yapan otomatik danışmanlık ve çevrimiçi transfer platformları gibi birçok yenilik ile gittikçe dijitalleşmektedir.

Bu alanlardaki teknolojik gelişmelerin finans sektöründe nasıl yenilik getirebileceğini tartışmadan önce, bu kavramlar açıklanacaktır.

Fintek ile ilgili duyduğumuz birçok teknolojik yenilik ve ürünü aslında dört temele dayandırmak mümkündür. Bu temeller aşağıda açıklanmaktadır.

Temeller	Yenilikler
Yapay Zeka ve Büyük Veri	Makine Öğrenimi Robotik Süreç Otomasyonu Kestirimsel Çözümleme
Dağıtık Hesaplama	Dağıtık Kayıt Blok Zinciri
Şifreleme	Akıllı Sözleşme Biyometri
Mobil İnternet Erişimi	API Nesnelerin İnterneti Dijital Cüzdan Bulut Teknolojisi

Kaynak: IMF ve TSPB

1. Temel: Yapay Zekâ ve Büyük Veri Analizi

Büyük veri, insanların ve geleneksel bilişim araçlarının analiz etme kapasitesinin üzerindeki veriler bütünü ifade etmek için kullanılan bir terimdir. Terim ilk kez 1997’de yazılan bir makalede yerel diske ve ana belleğe sığmayacak büyüklükte veriyi ifade etmek için kullanılmıştır. Verilere erişilebilirlik ve verilerin işlenebilirliği alanlarında büyük gelişmeler katedilmesiyle, ‘büyük veri’ teriminin nitelik ve nicelik olarak ifade ettiği büyüklük 20 yıl içerisinde muazzam ölçüde artmıştır.

Büyük veriyi İngilizce 5V kısaltması ile anılan özelliklerle tanımlamak mümkündür. Bunlar büyüklük (volume), hız (velocity), çeşitlilik (variety), doğrulanabilirlik (veracity) ve değer (value)’dir. Hız verinin üretilme hızını, çeşitlilik farklı veri kaynaklarını ifade etmektedir. Verilerin bir kısmı yapılandırılmış (organize ve kolay işlenebilir halde) olsa da, büyük çoğunluğu yapılandırılmamıştır. Dünyadaki verilerin önemli bir kısmını yapılandırılmamış sınıfa giren veriler (fotoğraf, ses, video, sosyal medya içerikleri vb.) oluşturmaktadır. Doğrulama verilerin güvenilirliği ve doğruluğu ile ilişkili iken, değer büyük verilerin değer yaratma özelliğini ifade etmektedir.

Yapay zekâ, makinelerin normalde insan zihni gerektiren görsel algı, ses tanımlama, karar verme gibi yeteneklere sahip olması ve karmaşık problemleri çözebilmesi anlamına gelir.

Yapay zekâ içeren mitlerin tarihçesi Yunan mitolojisine kadar uzanmakta olsa da, ilk yapay zekâ programı 1956’da Carnegie Mellon Üniversitesinde yazılan ve matematik problemleri çözen program kabul edilmektedir. İlk yapay zekâ ürünü örnekleri basit matematik soruları çözen bilgisayar programları ve yine bilgisayarda oynanan satranç oyunlarıdır.

Yapay zekâ ve büyük veri, programlama, mantıksal çıkarımlarda bulunma, matematik ve istatistikten de yararlanarak üstün algoritmalar oluşturur. Bu algoritmalar sayesinde tüketicilerin davranış biçimleri, tercihleri, güncel eğilimler ve fiyatlandırma gibi konularda, daha önce toplanması imkânsız olan miktarda veri toplanabilir ve analiz edilebilir.

Aşağıda anlatılacak olan büyük veri analizi ve kestirimsel çözümleme büyük veri temeline dayanırken, makine öğrenimi yapay zekâ temelli bir teknolojidir. Yapay zekânın yanı sıra başka temellere dayansa da, bu bölümde ayrıca robotik süreç otomasyonuna yer verilmiştir. Bunun nedeni iş gücüne dayanan görevleri yerine getirme konusunda; makine öğrenimi ile robotik süreç otomasyonunun birbirini tamamlayıcı teknolojiler olmasıdır.

Büyük Veri Analizi & Kestirimsel Çözümleme

Daha iyi karar vermeye yardımcı olacak modelleri oluşturmak için, devasa veri setlerinin toplanıp ilişkili bölümlerin kümelendirilerek değerlendirilmesini sağlayan süreçlere büyük veri analizi denmektedir.

Büyük veri analizinin bir parçası olan kestirimsel çözümleme (predictive analysis) ise, belirsiz gelecek hakkında öngörü sağlayan ileri düzey bir analiz çeşididir. 1940’lardan itibaren öngörü sağlama amaçlı analizler yapılmakta, analizlerin tutarlılığı günden güne gelişmektedir. Büyük veri analizi birçok istatistiksel teknik ve veri madenciliğinin yanı sıra, ileride açıklanacak olan makine öğrenimi teknolojisini de kullanarak geçmiş ve mevcut verileri analiz eder ve geleceğe dair tahminde bulunur.

Makine Öğrenimi

Yapay zekâ yaratmanın ve büyük veri analizinin bir yolu olan makine öğreniminde; sistemlerin kodlanmaya gerek kalmadan kendi kendilerine problem çözmeyi öğrenmeleri sağlanır. Bu, belli bir sorunun nasıl çözüleceğinin kodlanması yerine sistem algoritmasına birçok veri girilmesi ve makinenin kendini uyarlamak ve yenilemek üzere 'eğitilmesi' ile gerçekleşir. Bu sayede yapay zekâ yaratılır.

Aynı şekilde veri ne kadar çok olursa makinenin adaptasyon ve problem çözme yeteneği de o kadar artacağından, 'büyük veri' makine öğrenimi için hayatidir. Veri arttıkça, makine öğreniminin performansı da artar. Keza, büyük veri analizinin bir parçası olan kestirimsel çözümlemede de makine öğreniminden yararlanılmaktadır. Bu anlamda, makine öğrenimi ve büyük veri analizi birbirlerine yardımcı teknolojilerdir.

Makine öğrenimi açıklanırken, 'derin öğrenme' (deep learning) kavramına da değinmek yerinde olacaktır. Makine öğreniminin önemli bir alt kolu olan derin öğrenme, insan beynindeki sinir ağlarından esinlenilerek yaratılmış bir teknolojidir. Diğer makine öğrenimlerinden farklı olarak sisteme birçok talimat verilmesine ve sistemdeki öğrenim sürecinin denetlenmesine gerek yoktur. Bunun yerine sistem kendi kendine her girilen veri arasında birçok karmaşık bağ oluşturmakta ve parçaları birleştirerek öğrenmektedir. Bir anlamda ham veriyi kullanan bu işlemde, veri arttıkça performans diğer makine öğrenimlerine göre çok daha yüksek olmaktadır. Küçük veri setleri ile ise, diğer makine öğrenimi çeşitleri daha tutarlı sonuç vermektedir.

Derin öğrenmeyi bir örnekle açıklamak gerekirse, üçgen ve kare şekillerinin farkını sisteme öğretmek için 'üçgen 3 kenarlıdır, kare ise 4' gibi verilerin sisteme girilmesinden, derin öğrenme kendi algoritmalarıyla üçgen ve kareye ait özellikleri saptayıp aradaki farkı ayırt edebilecek hale gelmektedir. Derin öğrenmeye bir örnek olarak desen ve biçim tanımadan yararlanan ve yol bulmada kullanılan GPS ya da şoförsüz araçlar örnek verilebilir.

Robotik Süreç Otomasyonu

Robotik süreç otomasyonu, sürekli ve manuel olarak yapılan işlerin, yazılımlar sayesinde otomasyona bağlanması sürecine denir. Böylece basit işler için iş gücüne ihtiyaç kalmaz. Dijitalleşen dünyada robotik süreç otomasyonu birçok alanda kullanılmaktadır.

Temellerinde Fordizm (1920'ler), yapay zekâ ve ekran kazıma (internet sitelerinin tabanındaki verileri çekerek, çevrim dışı olarak sitedeki her veriye ulaşma) teknolojileri olan robotik süreç otomasyonu, 2000 yılında ortaya çıkan bir kavramdır.

Robotik süreç otomasyonu, makine öğreniminde olduğu gibi sorunları çözme yeteneği geliştirmemesi nedeniyle makine öğreniminden ayrılmaktadır. Bunun yerine sadece kendisine çoktan öğretilmiş olan çözümleri uygular. Robotik süreç otomasyonu ve makine öğrenimi, farklı teknolojiler olsalar da iş gücüne duyulan ihtiyacı azaltmak konusunda birbirlerini tamamlamaktadır. İkisi de işlerin daha hızlı ve hatasız olmasını sağlar.

2. Temel: Dağıtık Hesaplama

Dağıtık hesaplama, birbirlerine bağlı birden çok bilgisayarın tek bir sistem gibi hareket ederek aynı problem üzerinde çalışması anlamına gelir.

Dağıtık hesaplama 1960'lerden beri var olan bir teknolojidir. Örneğin 1970'lerde kullanılmaya başlayan yerel ağlar ve ethernet dağıtık hesaplama teknolojisi ürünleridir.

Bilindiği üzere, muhasebede her işlemin kaydı tutulur. İşlemler, hem satıcının hem alıcının defterinde kayda geçirilir. Bu şekilde işlemlerin birden çok paydaş tarafından kayda geçirilmesine çoklu kayıt denir. Çoklu kayıt sistemlerinde, her takasın kontrol edildiği ve saklandığı mekanizmalara ihtiyaç vardır.

Dağıtık Defter

Dağıtık defter, tüm verilerin erişilebilir ve kopyalanabilir olduğu, verilerin ağlar arası düzenli eşlendiği, merkezi olmayan bir veri tabanıdır.

Dağıtık defter sayesinde, bir işlemin birden fazla kez yapılması veya bozulması imkânsızlaşır. İşlemler oy çokluğu ile geçerli olur; bir işlemin değiştirilmesi veya yeni bir işlemin sisteme dâhil olması için, yeni halinin oy çokluğu ile onaylanması gerekir. Bu nedenle bir işlemin geçerli olması uzlaşma ile olur. Böylece kendi kendini kontrol eden ve merkezi olmayan dağıtık defter teknolojisi oluşur. Dağıtık defter teknolojisi kullanıldığında kontrol mekanizmasına ihtiyaç duyulmaması da bu sayededir.

Sistemde oy çokluğu olmadan değişiklik yapılamaması, dağıtık defter teknolojinin geleneksel muhasebenin yerine geçmesi olasılığını doğurmuştur. Çünkü bu sayede

finansal tablolarda usulsüzlük kontrolü yapan merkezi bir yapıya ihtiyaç kalmaz.

Çoklu kayıt sistemine olan ihtiyacın tamamen giderildiği dağıtık defter teknolojisi, bu sebeplerle tüm finans sektörünün kökten değişip çok daha işlevsel ve pratik hale gelmesini sağlayacak bir teknolojidir. Dağıtık defterin en bilinen örneği blok zinciridir.

Blok Zinciri

Günümüzde kripto para birimlerinin kullanıldığı dağıtık kayıt sistemi teknolojisinin adı blok zinciri (blockchain)'dir.

Yıkıcı bir teknoloji olarak adlandırılan blok zinciri teknolojisi, aslında mevcut bazı teknolojileri bir arada kullanmaktadır. Dağıtık kayıtların yanı sıra, ileride açıklanacak olan şifrebilim ve veri zincirlemenin (elde edilen verinin bir diğerine bağlanması ve eski verinin bu şekilde değişime kapatılması) kullanıldığı blok zinciri teknolojisi, bu teknolojileri bir araya getirerek devrimsel bir nitelik kazanmıştır.

Blok zinciri ile şifreleme ilk kez 1991'de belge tarihlerinin değiştirilememesi amacıyla kullanılmış, 2008'de yayınlanan bir makale ile blok zinciri ile güvence altına alınan ve değiştirilmesi mümkün olmayan dağıtık defter sistemi kavramı ortaya çıkmış ve bu teknoloji ile 2009'da merkezi olmayan ilk kripto para yaratılmıştır. Teknoloji, sınırsız sayıda dijital araç üretilmesine olanak sağlamaktadır ve 2017 sonu itibarıyla ise blok zinciri teknolojisiyle üretilen elektronik para birimlerinin sayısı binlerle ifade edilmektedir.

Blok zincirinin dağıtık defterden farkı, verilerin blok halinde gruplanması ve aralarındaki bağın ileride değinilecek olan şifrebilim sayesinde güvenceye alınmasıdır. Böylece

lece, bir önceki işlem her defasında veri tabanına işlenir ve geri dönük değiştirme ya da silme işlemi yapılması imkânsızlaşır. Her dağıtık kayıt teknolojisi, blok zincirinin sunduğu gibi bloklardan bir zincir yaratarak daha güvenli ve dağıtık bir uzlaşma

3. Temel: Şifrebilim

Şifrebilim veya kriptoloji, bir iletinin sadece iletilecek olan kişi veya kişilerce çözülmesini sağlayacak şekilde şifrelenerek başkalarına okunmaz hale getirilmesidir. Şifrebilim, bilgilerin paylaşımı sırasında bilginin doğru olarak karşı tarafa iletilmesi ve bilgi transferinin başkaları tarafından izlenmemesini sağladığı için, finansal güvenlik ve gizlilik için önemlidir.

Şifrebilimin tarihçesi Antik Mısır'da başlar. Tarih boyunca ordular tarafından savaş taktikleri gibi bilgilerin taşınması amacıyla kullanılmıştır.

Bugün, gündelik hayatın bir parçası olan sim kartlar, çevrimiçi alışveriş, çevrimiçi bankacılık, uydu alıcıları gibi birçok alanda aslında şifrebilimden yararlanılmaktadır.

Aşağıda açıklanacak olan; son zamanlarda sıkça duyduğumuz akıllı sözleşmeler ve gündelik hayatın her alanında kullanılan biyometrik doğrulama teknolojileri şifrebilim temeline dayanmaktadır.

Akıllı Sözleşme

Akıllı sözleşme, sözleşme önkoşullarının uygulanıp uygulanmadığını kontrol eden ve koşullar yerine getirildiğinde sözleşmenin gerçekleştiren bir protokoldür. Akıllı sözleşmeler, bir aracıya ihtiyaç duymadan ve güvenli bir biçimde alışveriş yapmanızı sağlar. Çünkü akıllı sözleşmede hangi koşullarda ne yapılacağı kodlarla yazılır ve bir iletim ya da kontrol mekanizmasına

sunmaz, blok zinciri bu anlamda diğer dağıtık defterlerden ayrılır.

Blok zinciri konusunda daha ayrıntılı bilgi için Gösterge'mizin Bahar 2016 sayısındaki Elektronik Para ve Blok Zinciri Teknolojisi adlı makalemize bakabilirsiniz.

ihtiyaç kalmaz. Tam olarak nasıl çalıştıklarını bir benzetme üzerinden anlatmak daha yararlı olacaktır.

Örneğin, evini kiralamak isteyen bir ev sahibi ödemeyi almadan evin anahtarını vermek istemez çünkü yeni kiracının ödemesini yapacağına güvenmez. Aynı şekilde, kiracı da ödemeyi yaptığında ev sahibinin ona anahtarı ileteceğine güvenmez. Akıllı sözleşme ile ev sahibi anahtarı, kiracı da kirasını vermeden sözleşmenin gerçekleşmesi engellenir. Böylece anahtar ve kira ödemesi aynı anda taraflara iletilir ve güvensizlik sorunu bu sözleşme ile çözülmüş olur.

Akıllı sözleşmeler günümüzde kripto para birimleri ile beraber anılmaktadır. Bunun nedeni bu sözleşmelerin yürütülmesi için güvenilir bir ağ ya da mekanizmaya ihtiyaç duyulmasıdır. Bu ihtiyacı şifrebilim sayesinde sağlayan kripto paralar, akıllı sözleşmelerin ilk kullanım alanı olmuşlardır.

Finans sektöründe akıllı sözleşmeler yeni kullanılmaya başlanmıştır. Hâlihazırda göreceli olarak daha basit ve standart görevler için; örneğin vekâleten oy kullanma, menkul kıymet takası ve türev poliçe ödemeleri için kullanılmaktadır. Bu sözleşmelerin değiştirilmesi imkânsızdır ve küçük bir kodlama hatası tüm sözleşmenin bozulmasına neden olabilir. Aynı şekilde sözleşmelerin değişime kapalı olması

istisnai durumlarda sözleşmenin feshini imkânsız kılmaktadır ve sözleşme her durumda gerçekleştirilir. Bu nedenlerle, henüz karmaşık sözleşmelerde kullanılmaktadır. Akıllı sözleşmelerin uygulanırılığını artırmak ve hukuki geçerliliğe kavuşmasını sağlamak amacıyla çalışmalar sürmektedir.

Biyometrik Doğrulama

Biyometrik doğrulama, fiziksel (parmak izi, retina, yüz gibi) ve davranışsal (ses,

yazı, yürüme şekli gibi) özelliklerden kişinin kim olduğunun tespit edilmesidir. Bu alandaki teknolojik gelişmeler, biyometrik doğrulamanın fintekin büyük bir unsuru haline gelmesini sağlamıştır.

Müşteri kimliği doğrulamanın güvenlik açısından çok önemli olduğu bankacılık sektöründe, biyometrik doğrulama teknolojisindeki gelişmeler bankacılığı da geliştirmiştir. Günümüzde biyometrik doğrulama yöntemleri gittikçe daha yaygın kullanılmaktadır.

4. Temel: İnternet ve İnternet Erişimi

İlk internet prototipi 1960 sonlarında Amerika Savunma Bakanlığı ileri araştırma bölümünde üretilen APRANET olsa da, günlük hayatta internet diye bahsettiğimiz teknoloji 1990'da CERN tarafından yaratılan 'dünya çapında ağ' (World Wide Web)'dir. APRANET, yalnızca sisteme dâhil olan insanların ulaşabildiği ve veri alışverişi yapabildiği bir ortam (intranet) iken, internet küresel olarak tüm bilgisayar sistemlerinin birbirine bağlanabilmesini sağlamıştır.

İnternet erişimindeki gelişmelerin ürünü olan 'nesnelerin interneti', uygulama programlama arayüzleri, bulut ve dijital cihazlar bu bölümde anlatılacaktır.

Nesnelerin İnterneti

Nesnelerin interneti (Internet of Things ya da kısaltmasıyla IoT), nesneler arasında dünya çapında bir ağ içerisinde yer alan nesnelerin belirli protokoller sayesinde birbiriyle iletişim içinde olmaları olarak tanımlanmaktadır. Birbirleri ile haberleşen, bilgi paylaşan akıllı cihazlar sistemi olarak da açıklanabilecek olan nesnelerin interneti ve mobil erişim, dünyada büyük bir dönüşüm sağlamış ve müşterilerin geniş yel-

pazeli finansal hizmetlere mobil cihazları sayesinde anında ulaşabilmesini sağlamıştır.

Örneğin; akıllı saatler telefonlarla bağlantı içindedir ve telefona gelen bir arama eş zamanlı olarak saat tarafından sahibine bildirilir. Akıllı saatler telefon ve bilgisayarlardaki banka uygulamalarıyla da eşleştirilmeye başlamıştır. Böylece müşteriler saatleri üzerinden ödeme yapma ya da hesap bilgilerini kontrol etme gibi kolaylıklardan yararlanmaktadır. Akıllı gözlük olarak geçen ve banka bilgisayarlarındaki veri tabanları ile bağlantı içinde olan gözlükler tarafından yazılan çeklerin doğru olup olmadığı bankacılar tarafından kontrol edilebilmektedir.

Uygulama Programlama Arayüzleri

Uygulama programlama arayüzleri ya da İngilizce kısaltmasıyla API'ler (application programming interface), bir uygulamanın sahip olduğu bilgi ve kaynaklara, işlemlere ve ürettiği çıktıları başka bir uygulamanın ulaşabilmesini sağlayan arayüzdür. Kısaca bilgi ve yeteneklerin uygulamalar arasında paylaşılabilmesini sağlayan köprüdür.

Bir örnekle açıklamak gerekirse, uçak bileti almak için her havayolu firmasına teker teker bakarak uygun uçuş olup olmadığını araştırabilirsiniz. Ya da, tüm firmaları aynı anda tarayıp uygun uçuşları size sunan bir web sitesi kullanabilirsiniz. Bu site, her firmanın sitesinden ilgili sefer bilgilerini alır. Bunu API sayesinde yapar. API bir yandan uygulamaları birbirine bağlayarak kullanıcı kolaylığı sağlarken, bir yandan bilgi ve yeteneklerini paylaşan tarafın (örneğin; herhangi bir havayolu firması) sadece izin verdiği bilgilere erişerek (ve diğer bilgilere erişemeyerek) gizlilik ve güvenlilik sağlar.

Finansal sektörde API'ler hem müşteri deneyimini hem finansal hizmet kurumlarının analizlerini kolaylaştıracak çözümler sunmaktadır. Örneğin Postbank, GLS gibi birçok Alman bankası müşterilerin işlem hareketlerini, API'lerini uygulama geliştiricilerine açarak erişilebilir hale getirmiştir. Böylece bu API'lerin taban olarak kullanıldığı uygulamalara sahip müşteriler, tüm banka hesap hareketlerine aynı anda ve anlık ulaşabilir ve tüketim alışkanlıklarını uygulamalar sayesinde takip edebilir hale gelmişlerdir. Bunun yanı sıra API'lerini paylaşan finansal kuruluşların verilerini kullanan uygulamalar, müşteriler kişisel isteklerini karşılayan en uygun yatırım tercihini kurumlar arası komisyon farkları gibi karşılaştırmalar yaparak müşterilere sunmaktadır.

Aynı şekilde API'lerini açan finansal hizmet kuruluşları istedikleri verileri, kendi aralarında da güvenli bir şekilde paylaşmaktadır. Örneğin, bir müşterinin başka bankalara ait geçmiş hesap hareketlerine sahip bir banka, müşterinin kredi itibarı ya da risk iştahı konusunda daha hatasız bilgilere sahip olmaktadır.

Dijital Cüzdan

Dijital cüzdan, hem kredi kartı hem banka kartı yerine geçen, dijital ortamda bulunan bir cüzdandır. Kripto paraların saklanabilmesi için dijital cüzdan şarttır. Bununla beraber, geleneksel para birimleri de dijital cüzdanlarda saklanabilir.

Dijital cüzdan kredi kartlarından çok daha güvenilirdir. Çevrimiçi alışveriş esnasında müşterinin kredi kartı ile yaptığı alışverişlerdeki gibi form doldurması, kişisel ve kredi kartı bilgilerini paylaşması gerekmez. Bunun yerine her işlem için eşsiz bir jeton üretilir ve alışveriş bununla yapılır. Böylece işlemler hem daha güvenilir hem daha hızlı gerçekleşmiş olur.

Alibaba, Alphabet, Apple gibi büyük teknoloji firmalarının sahip oldukları müşterilere sundukları MyBank, Google Pay, Apple Pay gibi ödeme kanalları dijital cüzdan örnekleridir.

Bulut Teknolojisi

Verilerin kurulum ihtiyacı olmaksızın çevrimiçi saklanması teknolojisine bulut teknolojisi denir. Bulut sistemleri, web protokollerini kullanır ve kullanıcı-sunucu temelli bir tabanda işlem gerçekleştirir. Basit bir örnekle açıklamak gerekirse, bir dosyayı bilgisayara kaydetmek yerine Google Drive'a kaydettiğinizde, verileriniz hard disk yerine bulutta saklanmış olur. Bulutta saklanan verilere, internet bağlantısı olduğu sürece her an her yerden ulaşılabilir.

Bulut teknolojisinde veriler genelde bu teknolojiyi sağlayan firmaların bilgisayarlarında saklanır. Bu anlamda, bulut'a yüklenebilecek veri büyüklüğü dünyadaki tüm bilgisayarların sabit disk kapasitelerinin toplamı kadardır diyebiliriz.

Bulut teknolojisi, tüm finansal hizmetlerde kullanılabilecek genel bir teknolojidir. Müşteri ilişkileri yönetimi, muhasebe, ödeme-

ler, kredi derecelendirmeleri ve varlık yönetimi gibi alanlarda finansal kurumlar bulut teknolojisinden yararlanmaktadır.

FİNTEK: TEKNOLOJİLERİN KULLANIM ALANLARI

Finansal kurumların teknolojileri hangi alanda nasıl kullandıkları bu bölümde incelenecektir.

Tablo: Teknoloji Kullanım Alanları

Ana Faaliyet Alanı	Kullanım Alanı	Büyük Veri Analizleri	Makine Öğrenimi	Robotik Süreç Otomasyonu	Blok Zinciri	Akıllı Sözleşmeler	Nesnelerin İnterneti	Bulut Teknolojisi
Müşteri Hizmetleri	Müşteri analizi	x						x
	Araştırma	x	x					x
	Müşteri ilişkileri yönetimi	x					x	x
	Halka açılma, birleşme	x		x	x			x
Alım Satım İşlemleri	Alım satım öncesi analizler	x						x
	İşlem gerçekleştirme	x		x			x	x
	Alım satım sonrası analizler	x	x	x				x
Alım Satım Sonrası İşlemler	Mutabakat ve saklama			x	x	x		x
	Teminat yönetimi			x	x			x
	Hazine	x		x				x
	Muhasebe	x	x	x	x			x
	Raporlama	x	x	x				x
	Ücretlendime	x		x				x
	Vergi işlemleri	x	x	x	x	x		x
Risk Yönetimi ve Kontrolü	Piyasa haberleri ve verileri	x						x
	Şirket risk yönetimi	x	x					x
Diğer Operasyonel İşlemler								
Veri Yönetimi		x		x				x
İş Yönetimi		x	x	x				x
Finansal Kontrol		x		x				x
Mevzuata Uyum		x	x	x				x
Bilgi İşlem		x	x	x		x		x
İnsan Kaynakları		x	x	x				x

Kaynak: EY ve TSPB

Müşteri Hizmetleri

Müşteri odaklı bir stratejiye sahip olmak, finans sektöründe yatırım bankaları başta olmak üzere birçok kurumun odak noktasındadır. Müşteri hizmetleri konusunda finansal kurumların en önemli ihtiyaçları arasında hedef kitleyi seçmek, müşterilerin ihtiyaç ve beklentilerinin doğru analizini yapmak ve müşteri ilişkilerinin kaliteli ve etkili yönetimi vardır.

Büyük veri, gelişmiş analizler ve kestirimsel çözümler sayesinde müşterilerin davranış biçimleri, tercihleri, güncel eğilimler ve fiyatlandırma gibi konularda daha önce toplanması imkânsız olan miktarda veri toplanabilmesi ve analizi sağlanmaktadır. İlgili analizler yatırım danışmanları için büyük önem taşımaktadır. Bu analizler özellikle yatırım danışmanları için ürünlerini nasıl geliştirmeleri ve gerektiğinde hangi alanlara yönelmeleri gerektiği konusunda öngörü sağlamak ve müşteri ihtiyaçlarını tespit edip memnuniyet sağlamak açısından önemlidir.

Nesnelerin interneti, yapay zekâ ve robotik süreç otomasyonu sayesinde müşterilerle ürünlerin bulunduğu platformlar geliştirilerek, ön büro işleri hafifletilmekte ve masraflar düşürülmektedir. Örneğin bu teknolojilerin kullanıldığı dijital bankacılık, müşterilere internet aracılığıyla hesap açma, ödeme ve transfer yapma, bütçe planlama gibi birçok olanak sunarken finansal kurumlar açısından masrafları muazzam ölçüde azaltmaktadır. Dijital bankacılık konusunda daha ayrıntılı bilgi edinmek için Gösterge'mizin 2017 Bahar sayısına bakılabilir.

Fintek sayesinde portföy yönetim şirketlerinde müşteri deneyiminin kalitesi ve niceliği artmaktadır. Örneğin müşteriler yapay zekâ sayesinde otomatik danışmanlıktan (müşterinin risk profili ve yatırım amaçları

gibi etkenler doğrultusunda çevrimiçi platformlar tarafından yapılan portföy yönetimi ve danışmanlık) yararlanmakta ve varlık yönetimi yapmaktadır. Otomatik danışmanlık incelemesi Gösterge'mizin Bahar 2016 sayısında bulunmaktadır.

Gelişen şifrebilim teknolojileri sayesinde müşteri verilerinin güvenliği artarken, nesnelerin interneti ile müşteriler birçok işlemi çeşitli uygulamalar sayesinde akıllı cihazlarından yapabilir hale gelmiştir.

Aynı şekilde yapay zekâ ile çalışan ve sigorta şirketleri tarafından yayınlanan rehber robotlar (Chatbot) müşterileri uygun ürün ve hizmetlere yönlendirebilmektedir. Örneğin ABD'de Haven Life ve İsra'il'de Next Insurance adlı sigorta firmaları rehber robotları ile Facebook üzerinden müşterilere ürün tanıtarak ve onların sorularını cevaplayarak, müşterilere uygun emeklilik planı oluşturmakta ve firmanın mevcut müşterilerine yardımcı olmaktadır.

Alım Satım İşlemleri

Yapay zekâ ve makine öğreniminden yararlanılarak tüm geçmiş ve anlık veriler aynı anda işlenip, alım satım öncesi analizleri yapılmakta ve alınması gereken ideal pozisyonlar saptanabilmektedir. Otomasyon ve yapay zekâ, işlemin en iyi fiyattan gerçekleşmesinde kolaylık sağlamaktadır.

Robotik süreç otomasyonu ile stratejilerin sisteme aktarılması ve alım satım işlemlerinin insan müdahalesi olmadan gerçekleşmesi mümkündür. Bu şekilde yapılan işlemlere algoritmik işlem denir. Algoritmik işlem yapan sistemler çok hızlı karar alma ve emir verme yeteneğine sahiptir. Bir algoritmik işlem çeşidi olan yüksek frekanslı işlemlerin emir iletim süresi mikro saniye düzeyindedir. Bunların yanı sıra algoritmik işlemler ile birden çok aracın eş zamanlı alım satımı gerçekleştirilmekte ve

geçmiş dönem veri analizleri yapılmaktadır.

Aynı şekilde yapay zekâ ve otomasyon sayesinde verilen otomatik danışmanlık hizmeti, portföy yönetiminde insan kararlarına olan ihtiyacı azaltmıştır.

Alım Satım Sonrası İşlemler

Merkezi sistemlerde yapılan takas, saklama, teminatlandırma, muhasebe ve raporlama işlemleri akıllı sözleşmeler ve blok zinciri sayesinde dağıtık (merkezi olmayan) şekilde yapıldığında, operasyonel masraflar ve riskler düşürülmektedir.

Örneğin Citi Group ve CME grubu işbirliğiyle 2017'de hazırlanmış blok zinciri teknolojisi temelli prototip bir platform sayesinde, bankalar defterlerindeki teminatları anlık kontrol edebilir ve dilediklerinde nakit ve kıymetleri anında takas kuruluşuna gönderebilir hale gelmiştir. Bu uygulamanın yaygınlaşması beklenmektedir.

Yanı sıra, takas raporlamasının daha kolay ve etkin olması ve verilerin daha etkili analizi amacıyla yapay zekâ teknolojilerinden yararlanılmaktadır. MiFID 2 ile finansal kurumların toplanması ve analiz etmesi gereken veri miktarı artmıştır. Yapay zekâ bu açıdan daha çok önem kazanmıştır.

Büyük veri analizleri ve robotik süreç otomasyonu ile komisyon oranları, ücretlendirme ve hangi alanda pazarlama yapılması gerektiği gibi konularda tutarlı fiyat esnekliği hesaplamaları yapılmakta ve optimizasyon sağlanmaktadır. Örneğin, uluslararası birçok sigorta şirketi ücretlendirmelerin neredeyse tamamını robotik süreç otomasyonu ile yapmakta ve sadece karmaşık vakalar için insan gücü kullanmaktadır.

Risk Yönetimi ve Kontrolü

Denetim mekanizmalarının gittikçe güçlenip derinleşmesiyle birlikte finansal kurumların önlenebilecek hatalarına ve kural ihlallerine olan tolerans da azalmaktadır. Risk yönetimi konusunda bu anlamda teknolojik gelişmelerin büyük faydası vardır.

Dijital dönüşümle beraber risk yönetiminin daha etkin yapılması, risk temelli uygun fiyatlama yapması, risk seviyesinden ödün vermeden daha hızlı müşteri hizmetleri sunması ve var olan portföylerini daha etkin şekilde yönetmesi mümkündür.

Büyük veri analizi, yapay zekâ ve makine öğrenimi yeni risk yönetim yöntemleri yaratmıştır. Örneğin bankalar kendi kendine öğrenen algoritmaları kredi takibinde, sigortalamasında ve kredi kartı dolandırıcılık tespitinde kullanmaya başlamıştır. Örneğin makine öğrenimi ile algoritmalar bir bireyin yaptığı tüm harcamaları zaman, mekân, fiyat gibi birçok etmene göre sınıflandırıp bu gruplarda uyumsuz gördüğü harcama hareketlerini dolandırıcılık olması riskine göre puanlar ve kredi kartı sahibine bu hareketleri iletir.

Aynı şekilde büyük veri ile kredi başvurularında geleneksel olarak toplanmayan verilere erişilerek (örneğin müşterinin belli mağazalara ait alışveriş ekstreleri ve sosyal medyası) bu verilerden algoritmalar oluşturularak müşterilerin kredi itibarı daha tutarlı bir şekilde tespit edilebilmektedir.

Büyük veri ve makine öğrenimi ile beraber davranışsal finans da gelişmektedir. Örneğin portföy yönetiminde kullanılan otomatik danışmanlık ile simüle edilen senaryolar üzerinden riskler çok daha yansız hesaplanabilmekte ve geçmiş zaman analizleriyle kıyaslanabilmektedir. Aynı şekilde, portföy yönetiminde risk yöneticileri düzenli olarak düştükleri hataları ve önyargı-

ları bu algoritmalar sayesinde saptayabilir ve yapılan hatalar önlenabilir.

Sigorta şirketleri müşterinin risk profilini oluştururken ve ürün fiyatlaması yaparken büyük veri analizini kullanarak çok daha tutarlı sonuçlara ulaşmaktadır. Aynı şekilde sigorta şirketleri tarafından yapılan hasar analizleri yapay zekâ sayesinde çok daha tutarlı hale gelmiştir.

Diğer Operasyonel İşlemler

Finans sektörüne özgü olmamakla birlikte, finansal kurumlar için önem taşıyan diğer operasyonel işlemler ve bu işlemlerde kullanılan teknolojiler bu başlık altında incelenmiştir.

İş Yönetimi

Yöneticilerin iş yönetimi ile ilgili en büyük hedefleri arasında, harcamaları azaltmak ve işletmenin devamlılığını sağlamak vardır.

Yatırımların ne kadar etkin olduğu, bütçenin departmanlar arası uygun oranlarla dağıtılıp dağıtılmadığı ve harcamaların yerindeliği iş yönetiminde sorgulanan temel sorular arasındadır.

Büyük veri ve veri analizleri ile harcamalar ve sürdürülebilirlik riskleri daha şeffaf hale gelmektedir. Örneğin büyük veri analizlerindeki gelişmeler ile, entegre raporlama gelişmiş ve yaygınlaşmıştır. Finansal tabloların ötesinde, şirketin stratejileri, vizyonu, kaynak dağılımları, aldığı riskler gibi birçok konuda büyük veri analizleri sayesinde elde edilen çıkarımlar, şirketin uzun vade hedeflerini somutlaştırmış, departmanlar arası işbirliğini artırmış ve şirket içi şeffaflık sağlayarak hem şirket ekosisteminde hem yatırımcıya katkıda bulunmuştur.

Büyük veri sayesinde müşterilere dair muazzam veriye sahip finansal kurumlara, yeni iş kolları ve gelir elde etme yolları açılmıştır. Örneğin, bireysel bankacılıkta kişisel veriler anonimleştirilerek başka şirketlere ürün olarak satılmaktadır. Avrupalı büyük bir banka, müşterilerin kredi kartlarına özel dijital bir takım veriler eklemiştir. Banka ile anlaşmalı restoranlar bu kredi kartları kullanıldığında müşterinin restorana gelme sıklığı ve geldiğindeki harcama alışkanlıkları gibi bilgilere erişmektedir. Bu ürünü satın alan restoranlar kısa zaman içinde satışlarını artırmış, banka ise bu ürün satışından gelir elde etmiştir.

Kestirimsel çözümleme ile işletmenin devamlılığını tehlikeye düşürebilecek durum tespitleri önceden yapılabilmektedir. Bu durum tespitleri müşterilere ait verilerin analizi ile derlenen; tüketici tercihlerinin trendlere göre değişimi gibi mikro konuların yanı sıra, uluslararası boyutta ekonomik ve politik verilerin analizi ile ülkelerin faiz oranlarındaki değişiklikler, döviz kurlarındaki oynaklık gibi makro konularda da yapılmaktadır. Kredi kuruluşları böylece uzun vadede müşterileri sayılarındaki artış ve azalıştan, döviz cinsinden borçluluklarının etkisine kadar birçok konularda tutarlı öngörülere sahip olmakta ve şirket stratejilerini bunlara göre belirlemektedir.

Son olarak, bulut kullanmak diğer türlü gerekecek olan donanım, yazılım ve lisans alma gibi maliyetlerin büyük ölçüde azalmasını sağlamaktadır.

Veri Yönetimi

Finansal kurumlar yelpazelerinde bulunan aracılık işlemlerinden varlık yönetim hizmetleri, yatırım bankacılığı faaliyetlerinden, piyasa analizlerine değin pek çok alanda faaliyet gösterdiğinden devasa boyut ve çeşitte veriyi alma, işleme, depolama ve yayımlamak zorunluluğunu taşı-

maktadır. Daha önce de değinildiği gibi bu verilerin bir kısmı yapılandırılmış (organize ve kolay işlenebilir halde) olsa da, büyük çoğunluğu yapılandırılmamıştır.

Büyük veri analizi teknikleri sayesinde haberler, analist raporları ve sosyal medya içerikleri gibi yapılandırılmamış sınıfa giren verilerin işlenebilir hale gelmesi, aracı kuruluşların ve portföy yönetim şirketlerinin bu verilerden fiyatlandırma ve alınan pozisyonlar konusunda bilgi ve ön-görüler elde etmesini sağlamıştır.

Verinin işlenmesinde büyük veri analizinin büyük önemi olan bir başka konu, piyasa-nın kötüye kullanılmasının tespitidir. Örneğin düzenleyici ve denetleyici kurumların geleneksel gözetim metodu, aracı kuruluşlardan ve takas merkezlerinden aldıkları büyük miktarda veriyi tamamen araştırdıktan sonra mahkeme sürecine geçmektir ve bu, aldatıcı işlemlerde bulunan taraflara suçlarını örtmek için vakit vermektedir. Data analizindeki gelişmelerle, aracı kurumlar ve takas merkezleri arasındaki ilişki düzenli kontrol edilmekte ve bir hisse senedinde yoğunlaşma olması gibi şüpheli hareketler, diğer verilerle bağlantılandırılarak piyasanın kötüye kullanıp kullanılmadığının tespiti taraflardan gizli ve daha hızlı şekilde yapılmaktadır.

Verilerin işlenmesi kadar saklanması, yedeklenmesi ve paylaşılmasının kolaylığı da önemlidir. Bulut teknolojileri bu konularda büyük kolaylık sağlamaktadır.

Finansal Kontrol

Finansal kontrolde fintek ile teknik muhasebe (gerçeğe uygun değer ve efektif faiz oranı hesaplamaları), operasyonel muhasebe (günlük işlemlerin kaydı), varlık, aktif pasif yönetimi ve vergi raporlama

gibi konularda kolaylık sağlanmaktadır. Bu amaçla büyük veri analizleri, bulut teknolojisi ve robotik süreç otomasyonundan yararlanılmaktadır.

Mevzuata Uyum

Usulsüz davranışların tespiti ve önlenmesinde hem büyük veri analizi hem süreç otomasyonu kullanılmaktadır. Örneğin denetçiler yaptıkları incelemelerde kendi tecrübe ve bilgilerine dayanarak usulsüz davranış ihtimalini saptamaya çalışırken, denetim sürecinin otomasyonu ve karmaşık bağlantıları saptamaya yarayan veri analizleri usulsüzlük ihtimali olan durumların kolay saptanmasını sağlamaktadır. Veri yönetiminde de değinildiği gibi usulsüzlük tespitinde büyük veri analizleri çok daha hızlı ve doğru sonuca varılmasını sağlamaktadır. Örneğin bir şirket birleşmesine aracılık eden kuruluşun, taraflardan birine birleşme ile ilgili gizli bilgi taşıdığını SEC'in analiz programları kendi kendine tespit etmiş, geleneksel yollarla uzun süren inceleme süreci, bu programlar sayesinde hemen sonuçlanmıştır.

Siber Güvenlik

Finansal sektör, gizli verilerin büyüklüğü nedeniyle siber saldırılara en çok hedef olan sektörler arasındadır. Bilişim teknolojilerinin gelişim hızı ile düzenlemelerin değişim hızı arasındaki fark ise siber suçlara daha çok kapı açmaktadır.

Yapay zekâ, yapılandırılmış ve yapılandırılmamış verilerden yararlanarak beklenmedik hareketler arasında bağlantı kurarak siber tehditleri saptayabilmektedir. Aynı şekilde gerçekleşen siber saldırıların da hızlı bir şekilde saptanmasında büyük rol oynamaktadır.

Genel Değerlendirme

Finans sektöründe faaliyet gösteren kurumlar rekabet pozisyonlarını korumak için son dönemde finansal teknolojilere önemli yatırımlar yapmaktadırlar. Bu makalemizde finansta yıkıcı değişimlere neden olan teknolojiler ve bu teknolojilerin kullanım alanları incelenmiştir.

Yapay zekâ dijital bankacılık, otomatik danışmanlık ve rehber robotlar gibi yeniliklerle müşterilere daha iyi bir deneyim kazandırırken finansal kuruluşlar için maliyeti azaltmaktadır.

Büyük veri analizi yapılan tüm araştırma ve analizlerin kalitesini ve tutarlılığını artırmakta, sigorta şirketlerinin risk ve hasar hesaplamalarında, finansal kuruluşların alım satım kararlarında ve yatırım danışmanlarının müşteri ihtiyaçlarını karşılamalarında büyük kolaylık sağlamaktadır. Büyük veri ve büyük veri analizleri aynı zamanda yapay zekânın kusursuzlaşmasına katkı sağlamaktadır.

Robotik süreç otomasyonu tekrarlayan ve geleneksel olarak manuel olarak yapılan tüm işlerde insana olan ihtiyacı azaltmakta, ön ofis hizmetlerinin çok daha hızlı ve masrafsız sunulmasını sağlamaktadır. Dijital bankacılıkta, algoritmik işlemlerde, vergi hesaplamaları ve fiyatlandırma gibi alım satım sonrası işlemlerde, finansal raporlamada kullanılmaktadır.

Şifrebilim hayatımızın her alanında bir güvenlik sağlayıcı olarak kullanılmakta, bu bilimin finans kolunda yansımaları çevrimiçi alışveriş, çevrimiçi bankacılık, siber güvenlikte görülmektedir. Şifrebilimin bir yeniliği olan ve blok zincirlerinde de kulla-

nılan akıllı sözleşmeler güvenli alışveriş kavramını kökten değiştirecek protokollerdir. Fakat hukuki geçerliliğinin bulunmaması ve uygulanırlığındaki zorluklar nedeniyle henüz başlangıç aşamasındadır.

İnternet erişimi temelli; programların birbirleri ile bilgi paylaşımları (API), nesnelerin aralarında iletişime geçmeleri (nesnelerin interneti) ve tüm bilgilerin dış kaynakta depolanmasını sağlayan bulut teknolojisi alanlarındaki gelişmeler genel olarak her alanda işlerin daha hızlı ve masrafsız yapılabilmesini sağlamıştır. API'ler özellikle finansal kuruluşlar arası veri alışverişi sağlayarak müşteriye harcama hareketleri, alışkanlıklar gibi konularda daha çok bilgi vermekte, aynı bilgileri paylaşan finansal kuruluşlar ise bu bilgileri kredi itibarı ya da risk iştahı gibi hesaplamalarda kullanmaktadır. Aynı şekilde yatırım danışmanları ve müşteri ilişkileri yöneticileri müşterileriyle ilgili daha büyük veriye sahip olmaktadır.

Bütün bu gelişmeler, iş yapma biçimlerini geliştirip kolaylaştırmaya başlamıştır. Dünya genelinde olduğu gibi, Türkiye'de de finansal hizmetlerde geleneksel iş yapma biçimleri yerini teknolojik çözümlere bırakmaktadır. Finansal hizmetlerde yeni teknolojilerin pek çok alanda benimsendiği görülmekle beraber, henüz bu teknolojilere taktiksel olarak yaklaşılmaktadır. Bu teknolojileri stratejik bir yaklaşımla benimseyen şirketlerin dijitalleşen sektörde rekabette öne çıkacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Artificial İntelligence And Machine Learning İn Financial Services, Financial Stability Board, 2017

Big Data, Analytics and the Future of Marketing & Sales, McKinsey & Company, Mart 2015

Big Data And Differential Pricing, EOP, Şubat 2017

Capital Markets: Innovation And The Fintech Landscape, EY, 2016

Connecting Global Fintech: Interim Hub Review, Deloitte, Nisan 2017

Data Science vs. Big Data vs. Data Analytics, Avantika Monnappa, Mayıs 2018

Distributed Ledger Technology, PWC, Mayıs 2017

Dünyada Dijital Bankacılık, Mustafa Özer, Gösterge, Bahar 2017

Elektronik Para Ve Blok Zinciri Teknolojisi, Mustafa Özer, Bahar 2017

Fintech and Financial Services: Initial Considerations, IMF, Haziran 2017

Fintech Trends To Watch in 2018, CB Insights, 2018

Global FinTech Report 2017, PWC, 2017

Portföy Yönetiminde Yeni Bir Dönem: Otomatik Danışmanlık, Deniz Bayram, Gösterge, Bahar 2016

Predictive Analytics And Machine Learning, Katrina Wakefield

Pulse of Fintech Q4, KPMG, 2018

Smart Contracts For Finance Parties, Allen & Overly LLP, 2017

Sound Practices: Implications Of Fintech Developments For Banks And Bank Supervisors, Basel Committee on Banking Supervision, Ağustos 2017

The Difference Between Blockchains & Distributed Ledger Technology, Shaan Ray, Şubat 2018

The Difference Between Intelligence, Machine Learning and Deep Learning, Calum McClelland, Aralık 2017

The Emergence Of API Usage İn Trade Finance, Andrew Berti, Ocak 2018

The Most Important Thing in FinTech: Advent of APIs and Banking APIs Are Real Too, Amit Goel, Mayıs 2016

Türkiye Fintech Ekosistemi, Deloitte, Nisan 2017

Using Data Analytics to Help Prevent and Detect Fraud, MBAF, Ekim 2017

<http://www.worldbank.org>

KOBİ FİNANSMANINDA SERMAYE PİYASASI

Deniz Kahraman

KOBİ'ler, değişen piyasa koşullarına hızlı uyum yetenekleri, esnek üretim yapıları, bölgeler arasında dengeli büyüme, işsizliğin azaltılması ve yeni iş alanları yaratılmasına fayda sağlayarak, ülkelerin ekonomik ve sosyal kalkınmasını destekleyen aktörlerden biridir.

KOBİ tanımları ülkelere göre farklılık göstermektedir. Türkiye'de ise çalışan sayısının 250'den, yıllık ciro veya bilanço büyüklüğünün 40 milyon TL'den küçük olduğu işletmeler KOBİ tanımına girmektedir. İki şartın da yerine getirilmediği durumlarda şirketler KOBİ tanımına girmemekte ve KOBİ'lere sunulan desteklerden yararlanamamaktadır.

Çoğu ülkede istihdamın ve üretimin önemli bölümünü sağlayan KOBİ'lerin büyüebilme-

si ve rekabet güçlerinin artabilmesi için, öz-kaynakları dışında finansman olanaklarının desteği gerekmektedir. KOBİ'lerin büyüme ihtiyacı doğrultusunda, uygun maliyetli uzun vadeli finansman olanaklarına ihtiyaç duyulduğu görülmektedir. Bu ihtiyacı karşılamak için sermaye piyasası şirketlere önemli bir alternatif sunmaktadır.

Bu çalışmada Dünya'da KOBİ'lerin kredi kanalı dışındaki finansman olanaklarıyla ilgili olarak mevcut durum ele alınacak ve bu değerlendirmeler doğrultusunda sermaye piyasası yoluyla finansman sağlamak üzere öneriler geliştirilecektir. Çalışmanın son bölümünde, Türkiye'de KOBİ finansmanında girişim sermayesi yatırım fonu modeli tartışılacaktır.

KOBİ FİNANSMAN MODELLERİ

KOBİ'lerin finansman ihtiyacı ve bu ihtiyaç için alternatif finansman modellerinin neler olabileceği Dünya genelinde yaygın olarak tartışılmaktadır.

KOBİ finansmanında yaşanan en temel sorunlar, ülkelere göre değişmekle birlikte, genellikle, finansman kaynaklarının istenilen düzeyde çeşitlendirilememesi ve bankacılık sektörü ile olan yakın ilişkinin bankacılık sektörü için risk yaratması olarak ifade edilebilir. Diğer yandan, Basel III gibi bankacılık sektörüne daha ihtiyatlı olmayı zorunlu kılan, düzenlemelerle birlikte ipotekli konut kredisi ve KOBİ kredilerine daha fazla karşılık ayrılması gündeme gelmiştir. Bu düzenlemeyle birlikte, bankacılık sektörü KOBİ

kredilerinden oluşan portföyünü azaltma eğiliminde olmuştur.

Hem finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesi, hem de bankacılık sektörünün KOBİ yükümlülüklerinden kaynaklı riskinin azaltılması amacıyla, sermaye piyasası ürünlerinden daha fazla yararlanmaya ihtiyaç duyulmaktadır.

Örneğin; Avrupa Birliği'nde KOBİ finansmanında bankacılık sektörünün ağırlığı son yıllarda düşmeye başlamıştır. Avrupa Birliği Sermaye Piyasaları Otoritesi tarafından 2017 yılı Kasım ayında yapılan çalışmaya göre; AB'de 2002-2008 döneminde finansmanın %70'i bankacılık sektörü kanalıyla yapılmaktayken, 2002-2016 döneminde bu oran

%50'ye gerilemiştir. Bu gerilemede büyük şirketlerin borçlanma aracı ihracı gibi sermaye piyasası ürünlerine yönelmesi etkili olmuştur. Avrupa Merkez Bankası tarafından 2017 yılında yayınlanan anket sonuçlarına göre, KOBİ'lerin toplam finansman ihtiyacının %10'u sermaye finansmanı yoluyla sağlanırken, %3'ü borçlanma aracı ihracı yoluyla sağlanmıştır. Bu iki sermaye piyasası ürünü kanalıyla yapılan fonlamadan görüldüğü üzere, sermaye piyasası ürünlerinin payının hayli düşük olduğu sonucuna ulaşılabilir.

Birliğimiz tarafından KOBİ'lerin finansman olanakları hakkında çeşitli alt başlıklarda (kitlese fonlama, KOBİ piyasaları, satın alma amaçlı şirketler, risk sermayesi vb.) çok sayıda makale yayınlanmıştır. Bu çalışmalara Birliğimiz internet sitesinden ulaşılabilir.

KOBİ'ler ihtiyaç duydukları finans kaynağını sermaye piyasası kanalıyla sermaye finansmanı ve borç finansmanı olmak üzere iki şekilde sağlamaktadır. KOBİ'lerin uzun vadeli finansman için yararlanabileceği sermaye piyasası ürünlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

Uzun Vadeli Finansman

Sermaye Finansmanı

- KOBİ Pazarları

Borç Finansmanı

- KOBİ Borçlanma Araçları

Kolektif Yatırım Kuruluşları

- Girişim Sermayesi Yatırım Fonu

Diğer Yöntemler

- Menkul Kıymetleştirme
- Ara Finansman

SERMAYE FİNANSMANI

Sermaye finansmanı, halka arz, stratejik ortaklık (birleşme ve satın alma), girişim sermayesi, melek yatırımcı, kitlese fonlama ve özel sermaye vb. yollarla sağlanabilmektedir.

Pay senedi satışı yoluyla sağlanan sermaye finansmanı, borçlanma aracı ihracına göre daha kalıcı bir finansman yöntemidir. Yatırımcılar açısından ortaklık gibi daha uzun vadeli bir ilişki doğuran bu yöntem, daha kapsamlı bir değerlendirme gerektirmektedir. Diğer yandan, pay senedi satışı mevcut ortakların şirketteki kontrol gücünü zayıflatacağı için mevcut ortaklar tarafından tercih edilmeyebilir. Bununla beraber, KOBİ'ler pay senedi ihracıyla, ihtiyaç duyulan finansman kaynağına ulaşmanın yanında, risk paylaşımını da sağlamaktadır. Bu ortaklık, risk paylaşımının yanında ortakların ticari deneyimlerinden yararlanma imkânını da sağlamaktadır.

Bu kısımda sermaye finansmanı yöntemlerinden biri olan halka arz modeline yer verilecektir. KOBİ'ler tarafından ihraç edilen pay senetlerinin, satışını kolaylaştırmak için sağlıklı bir ikincil piyasanın da oluşturulması gerekmektedir. Bu nedenle, pek çok borsada genellikle daha esnek kotasyon koşulları taşıyan alternatif pazarlar oluşturulmuştur.

KOBİ pazarları hakkında detaylı bir çalışmamız olan, "Yurtdışında KOBİ Piyasaları" isimli makale Eylül 2011'de Sermaye Piyasası'nda Gündem dergimizde yayınlanmıştır. Bu çalışmada başarılı olan KOBİ pazarlarından iki örneğe yer verilmiştir.

Aşağıdaki tabloda uluslararası piyasalardaki KOBİ pazarları büyüklüğe göre sıralanmış şekilde gösterilmektedir. Çin, Güney Kore, İngiltere ve Kanada'da KOBİ pazarlarının hayli gelişkin olduğu görülmektedir.

Kanada ve Güney Kore'de KOBİ pazarına kote şirket sayısının ana pazara kote olan

şirket sayısının yarısından fazla olduğu görülmektedir. KOBİ pazarı şirketlerinin işlem hacminin, ana pazar işlem hacmine olan oranı incelendiğinde Güney Kore (%69) ve Çin'in (%41) öne çıktığı görülmektedir. Di-

ğer ülkelerde bu oranın %10'un altında kaldığı görülmektedir. Diğer yandan Kanadalı TSX Grubunda kote KOBİ sayısı yüksek olmakla beraber işlem hacmi ve piyasa değeri geride kalmaktadır.

Uluslararası Piyasalarda KOBİ Pazarları (2017)			Piyasa Değeri	Kote Şirket	İşlem Hacmi
Ülke	Pazar İsmi		(mn. \$)	Sayısı	(mn. \$)
Çin	Ana Pazar	Shanghai Stock Exchange	5,089,631	1,396	7,594,242
	Ana Pazar	Shenzhen Stock Exchange	3,621,636	2,089	9,166,835
	KOBİ Pazarı	SME Board	1,595,814	903	3,884,254
	KOBİ Pazarı	ChiNext	787,054	710	2,473,944
Güney Kore	Ana Pazar	Korea Exchange	1,771,796	2,134	1,953,297
	KOBİ Pazarı	Kosdaq	265,176	1,217	791,336
İngiltere	Ana Pazar	LSE (yerli)	3,538,099	942	1,690,659
	KOBİ Pazarı	Alternative Investment Market (AIM)	142,808	960	22,067
Japonya	Ana Pazar	Japan Exchange Group	6,222,825	3,604	6,621,364
	KOBİ Pazarı	JASDAQ	100,727	749	156,181
	KOBİ Pazarı	Mothers	46,968	248	240,465
Kanada	Ana Pazar	TMX Group	2,367,060	3,328	1,244,344
	KOBİ Pazarı	TSX Venture	40,929	1,980	17,755
Hong Kong	Ana Pazar	Hong Kong Exchanges and Clearing	4,350,515	2,118	2,077,747
	KOBİ Pazarı	Growth Enterprise Market	35,937	324	18,412
Baltık Bölgesi	Ana Pazar	Nasdaq Nordic Exchanges	1,533,497	984	898,049
	KOBİ Pazarı	First North	16,898	260	5,912
Euronext	Ana Pazar	Euronext Group	4,392,995	1255	2,875,124
	KOBİ Pazarı	Euronext Growth	15,280	196	6,044
Tayland	Ana Pazar	The Stock Exchange of Thailand	548,795	688	339,291
	KOBİ Pazarı	Market for Alternative Investment	10,140	150	15,331
Singapur	Ana Pazar	Singapore Exchange	787,255	750	213,569
	KOBİ Pazarı	SGX Catalist	9,592	200	6,236
Almanya	Ana Pazar	Deutsche Boerse AG	2,262,223	499	1,568,461
	KOBİ Pazarı	Scale	8,087	63	2,662
İrlanda	Ana Pazar	Irish Stock Exchange	146,554	52	56,123
	KOBİ Pazarı	Enterprise Securities Market	6,662	22	-
Malezya	Ana Pazar	Bursa Malaysia	455,772	904	142,535
	KOBİ Pazarı	ACE Market	3,559	115	6,615
G. Afrika	Ana Pazar	Johannesburg Stock Exchange	1,230,977	366	413,920
	KOBİ Pazarı	Alternative Exchange	1,672	39	684
Türkiye	Ana Pazar	Borsa İstanbul	227,512	375	395,439
	KOBİ Pazarı	Gelişen İşletmeler Pazarı	1,126	17	652

Kaynak: WFE, London Stock Exchange, Shenzhen Stock Exchange

İngiltere

KOBİ'lerin pay senetlerinin daha uygun koşullarda işlem görmesi amacıyla, Londra Borsası bünyesinde 1995 yılında AIM (Alternative Investment Market) adı verilen bir alternatif işlem piyasası kurulmuştur. Bu piyasaya İngiliz şirketlerinin yanında, yabancı şirketler de kote olabilmektedir. 2017 yılı sonu itibarıyla bu piyasaya kote olan 960 şirketin toplam piyasa değeri 145 milyar dolardır. Bu şirketlerin hemen hemen yarısı yabancı şirketlerden oluşmaktadır.

AIM'e kote olmak isteyen bir şirket, kotas-yon sürecini görevlendirilmiş danışman şirketle (nominated adviser) beraber yürütmektedir. Bu şirketler; aracı kurumlar, bankalar, bağımsız denetim şirketleri veya kurumsal finansman danışmanlığı şirketleri olabilmektedir. Şirketlerin halka arzı ve halka arz sonrası kamuya açıklama yükümlülükleriyle ilgili sorumlulukların önemli bir kısmı, görevlendirilmiş danışman tarafından yapılmaktadır. AIM bu yönüyle Borsa İstanbul'daki Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) ile benzerlik göstermektedir. Bu pazarda kotas-

yon koşulları ve düzenleme ile ilgili yükümlülükler daha destekleyicidir.

Londra Borsası Kotasyon Koşulları		Premium	AIM
Ana Pazar			
Halka Açıklık Oranı	25%		-
Finansal Geçmiş	Son 3 yıllık	Son 3 yıllık	
Danışman Şirket	-	Gerekli	
Minimum Piyasa Değeri	700.000 GBP		-

Kaynak: London Stock Exchange

AIM’de işlem gören hisse senetlerinin beklenen getirisi ve risk düzeyi ana pazarda işlem gören yüksek olduğu için, genellikle uzmanlaşma düzeyi yüksek yatırımcılar tarafından tercih edildiği görülmektedir.

AIM’de işlem gören şirketlere yatırım yapan yatırımcılara yönelik vergisel teşvikler bulunmaktadır. AIM’de yeni ihraç edilen hisselerle yapılan yatırımlardan (1.000.000 £’a kadar yapılan yatırımlar) elde edilen kazan- cın %30’u gelir vergisi matrahından düşmektedir. Ayrıca, bu pazarda işlem gören hisse senetleri, veraset intikal vergisi ve damga vergisinden istisna edilmesi gibi farklı teşvikler getirilmiştir.

Çin

Çin’de küçük şirketleri desteklemek, üretim ekonomisini teknolojiyi kullanarak değiştirmek, dönüştürmek ve inovasyon yaratmak amacıyla çok sayıda organize ve tezgahüstü piyasa oluşturulmuştur.

Çin’de ağırlıklı kamunun sahibi olduğu büyük ölçekli şirketlerin kote olduğu Shanghai Borsası ve daha küçük ölçekli şirketlerin kote olduğu Shenzhen Borsası olmak üzere iki büyük borsa bulunmaktadır.

Ülkede, KOBİ’lerin finansman sağlayabileceği platformlar, organize ve organize olmayan piyasalar olarak ikiye ayrılmıştır. KOBİ’lerin pay senetleri sadece Shenzhen Borsası’ndaki KOBİ Pazarı (SME Board) ve Yenilikçi Şirketler Pazarı (ChiNext)’nde işlem görebilmekte-

dir. Shenzhen’de Ana Pazar 1990 yılında kurulmuşken, SME Board 2004 yılında, ChiNext 2009 yılında kurulmuştur. 2017 yılı sonu itibarıyla Ana Pazar’a kote olan şirket sayısı 2.089 iken, KOBİ pazarına 903, ChiNext’e 710 şirket kote olmuştur.

Shenzhen Borsası Kotasyon Koşulları			
Ana Pazar ve KOBİ Pazarı (SME Board)		ChiNext Pazarı	
		Kriter 1	Kriter 2
Net Kar	Son 3 yılda kar etmiş olmak ve son 3 yıl toplam karı >30 milyon yuan (4,5 mn \$)	Son 2 yılda kar etmiş olmak ve son iki yıl toplam karının >10 milyon yuan (1,5 mn \$)	Son yıl karı >5 milyon yuan (0,75 mn \$)
Gelir / Nakit Akımı	Son 3 yıl işletme nakit akışı > 50 milyon yuan (7,5 mn \$) veya son 3 yılda faaliyet geliri > 300 milyon yuan (45 mn \$)		Son yılda faaliyet geliri >50 milyon yuan (7,5 mn \$) ve iki yılda gelir büyüme oranı > %30

Kaynak: Shenzhen Stock Exchange

SME Board, küçük ve orta ölçekli işletmelerin rekabet gücünü geliştirmeye yardımcı olmak, büyüme potansiyelini ve katma değerini artırmayı amaçlanmaktadır.

SME Board için kotasyon kriterleri Ana Pazar ile aynı şartları taşımaktadır. Halka arz sonrasında dolaşımdaki pay senedi sayısı 50 milyon altında olan şirketlere ait paylar, SME Board bünyesinde işlem görmektedir. Bu pazara kote olabilmek için, şirketlerin son üç yılda da net dönem karı elde etmesi ve 3 yıllık kar toplamının 30 milyon yuandan (4,5 mn\$), aynı dönemde faaliyet gelirinin 300 milyon yuandan veya işletme nakit akışının 50 milyon yuandan az olmaması gerekmektedir. Halka arz öncesinde özsermaye büyüklüğünün 30 milyon yuandan fazla olması gerekmektedir.

ChiNext, sadece KOBİ’lere değil, yenilikçi bir iş modeline sahip olan gelişen tüm şirketlere açıktır. Bu piyasa inovasyon yönüne odaklanan bir piyasa olduğu için, ABD’deki Nasdaq Borsası ile benzerlik göstermekte,

Dünya'daki diğer alternatif işlem platformları arasında öne çıkmaktadır.

Bu pazarda şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün, bilgi manipülasyonunu önlemek amacıyla ana pazara göre daha sıkı olduğu görülmektedir. Şirketler, kamuyu aydınlatma dökümanlarında, iş alanında yetkinliğini, büyüme potansiyelini ve inovasyonlarını açıkça belirtmek zorundadır.

Yatırımcı açısından bakıldığında, ChiNext'e yatırım yapabilmenin ön şartı, en az iki yıl işlem tecrübesine sahip olmaktır. Yatırımcılar, aracı kuruluş tarafından yapılacak olan uygunluk testi sonucuna göre, bu piyasada işlem yapmaya uygun bulunabilmektedir. Bu piyasada işlem yapabilmek için gerekli koşulları sağlayamayan yatırımcılar, bu paylara ancak kolektif yatırım kuruluşları aracılığıyla yatırım yapabilmektedir.

Bu pazara kote olabilmek için iki farklı kriter bulunmaktadır. Bu kriterlerden birincisi, şirketlerin son iki yılda da net dönem karı elde etmesi ve geçmiş yıllar karının 10 milyon yuandan (1,5 mn\$) az olmaması gerekmektedir. Kriterlerden ikincisi ise, son yılda 5 milyon yuan (0,75 mn\$) net dönem karı elde etmiş olmak, faaliyet gelirlerinin 50 milyon yuandan az olmaması ve son iki yılda gelir büyüme oranının %30'un altında olmamasıdır. Halka arz öncesinde özsermaye büyüklüğünün 20 milyon yuandan fazla olması gerekmektedir.

National Equities Exchange and Quotations (NEEQ) isimli tezgahüstü işlem platformu, Shenzhen borsası bünyesindeki alternatif işlem platformlarının gerektirdiği kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler için 2013 yılında kurulmuştur. Bu platform özellikle ileri teknoloji üreten şirketlerin kuruluş döneminde ihtiyaç duyduğu finansmanı sağlamaya yönelik olarak tasarlanmıştır.

2017 yılı sonu itibarıyla NEEQ platformuna kote olan şirket sayısı 11,600 olmak üzere-

dir. Bu platforma kote olan şirketlerin %35'i imalat sektöründe, %30'u bilişim sektöründe faaliyet göstermektedir.

Platforma dâhil olabilmek için, yasal yükümlülüklerini yerine getirmiş olarak kurulmuş olmak, iyi tanımlanmış bir iş planına sahip olmak, doğru bir kurumsal yönetim mekanizmasına sahip olmak, ortaklık yapısı karmaşık olmamak şartları aranmaktadır. Bu şartları sağlayan şirketler, platformda işlem görmek üzere, NEEQ platformu ve Çin Menkul Kıymetler Saklama ve Takas Şirketi (CSDCC)'ne başvuruda bulunabilmektedir.

2013 yılında 1.600 şirketin kote olduğu piyasada, 2017 yılı itibarıyla 11.600 şirketin kote olduğu ve platformun başarıya ulaştığı görülmektedir. NEEQ platformunun başarılı olmasındaki etkenler arasında, daha önce bazı KOBİ'lerin bankacılık sektörüyle temasının olmaması, Çin'de girişim sermayesi ve özel fonların hayli gelişkin olması, danışman aracı kuruluşların şirketlere sermaye piyasasının sağlayacağı olanakları başarılı şekilde aktarması etkili olmuştur.

SME Board isimli pazara kote olmak için koşullar ana pazara göre daha destekleyici iken, Chinext için kotasyon koşullarının daha da esnetildiği, NEEQ platformunda ise sınırlamanın oldukça düşük olduğu görülmektedir.

BORÇ FİNANSMANI

Borç finansmanı işletmeye sadece finansman sağlanması olup, ortaklık hakkı doğurmamaktadır. KOBİ'ler tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının montanı küçük olduğu için genellikle mini borçlanma aracı olarak adlandırılmaktadır.

KOBİ'lerin özel sektör borçlanma araçlarının işlem görmesi için bazı ülkelerde özel pazarlar bulunmaktadır. KOBİ borçlanma araçları hakkındaki detaylı çalışma, Sermaye Piyasa-

sında Gündem dergimizin Mart 2013 sayısında "Kobi Borçlanma Araçları" makalesinde ele alınmıştır. Bu çalışmada başarılı olan KOBİ pazarlarından iki örneğe yer verilmiştir.

İspanya

KOBİ özel sektör borçlanma araçlarının işlem görebilmesi için kurulan alternatif piyasalara örnek olarak, İspanya Borsası bünyesinde kurulan MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) isimli pazar gösterilebilir.

Bu pazarda ödeme gücü olan kredibilitesi yüksek KOBİ'ler tarafından ihraç edilmiş olan borçlanma araçlarının işlem görmesi amaçlanmıştır. 2013 yılında kurulan pazar, daha esnek koşullar sağlamaktadır. Bu bağlamda, ihraççılar yıllık mali tablolarını uluslararası muhasebe standartları yerine ulusal standartlara göre hazırlayabilir. İzahname-nin yayınlanması için İspanya Sermaye Piyasası Düzenleyici Kurulu'sunun (CNMV) onayını almak gerekmektedir.

Bununla birlikte uyulması gereken genel şartlar bulunmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşu veya Avrupa Sermaye Piyasaları Otoritesi (ESMA) tarafından yetkilendirilmiş bir kuruluş tarafından hazırlanan ödeme gücünü değerlendirecek bir raporun İspanya Borsası'na (BME) sunulması gerekmektedir. BME'nin şartlarına göre, ihraççının kredi notunun BB-`den yüksek olması veya kredi raporunun uygun görüş içermesi gerekmektedir. Son iki yıla ait olarak denetimden geçmiş mali tablolar sunulmalıdır. Borsa gerekmesi durumunda, şirketin değerlendirme raporunu talep edebilir. MARF platformunda ihraç edilen borçlanma araçları, sadece nitelikli yatırımcılara satılabilmektedir.

Çin

Çin'de ihraç edilen çok sayıda borçlanma aracı tipinden biri olan KOBİ Kolektif Bonosu (SME Collective Bonds), iki veya daha fazla KOBİ'nin bir araya gelerek genellikle kamu kuruluşları garantisi altında ihraç edilen

borçlanma araçlarıdır. Bu menkul kıymetler yaygın olarak benzer kredi notuna sahip işletmelerin bir araya gelmesiyle ihraç edilmiş olup, hem borsada hem bankalararası piyasada işlem görebilmektedir. İhraççılardan birinin temerrüdü durumunda, anapara ve faiz ödemeleri diğer şirketler tarafından yapılmaktadır.

2008 yılında yapılan düzenlemeyle birlikte, tezgahüstü piyasada işlem gören tüm tahvil-ler, Çin Merkez Bankası (PBoC) ve Finansal Piyasalar Kurumsal Yatırımcılar Birliği (NAFMII) gözetimi altında ihraç edilmektedir.

KOLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI

KOBİ'lerin pay senetleri veya borçlanma araçlarına yatırım yapan yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları aracılığıyla da bu şirketler sermaye piyasasında finansman sağlayabilir.

Bu fonlar, küçük ve orta ölçekli işletmelerin gelişiminden getiri elde etmeyi amaçlamaktadır.

Örneğin Avrupa Birliğinde, girişim sermayesi yatırım fonlarını düzenlemek amacıyla "European Venture Capital Funds Directive" (EuVECA) 2013 yılı Nisan ayında yürürlüğe girmiştir. Avrupa Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (EuVECA), olarak adlandırılan kolektif yatırım kuruluşları, toplam varlık değerinin %70'i ile pay senedi, girişim sermayesi yatırım fonları, teminatlı veya teminatsız menkul kıymetlere ve bazı koşulları sağlayan (AB'nin KOBİ tanımına giren) şirketlere yatırım yapabilmektedir.

Avrupa Birliği'nde Alternatif Yatırım Fonları konusundaki detaylı çalışma, Gösterge dergimizin 2018 Kış sayısında yayımlanmıştır.

MENKUL KIYMETLEŞTİRME

KOBİ kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla, varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edilmesi diğer yöntemlerden biri olarak ifade edilebilir. Bu yöntemde, KOBİ kredilerinden oluşan dayanak varlıkların ortak bir havuzda toplulaştırılması, havuzda bulunan varlıkların kaynak kuruluş varlıklarından ayrı tutularak özel amaçlı şirkete (special purpose vehicle, SPV) temlik edilmesi ve dayanak varlık üzerine farklı düzeyde kredi notlarına sahip dilimler halinde menkul kıymetlerin ihraç edilmesi esas alınmaktadır. Dünyada menkul kıymetleştirme konusu, Gösterge dergimizin 2018 Kış sayısında yayımlanan çalışmada detaylandırılmıştır.

Avrupa Yatırım Fonu, 1994 yılında KOBİ'lere finansman sağlamak üzere Lüksemburg merkezli olarak kurulmuştur. KOBİ'lere doğrudan borç vermeyen fon, bankacılık sistemi ve fonlar kanalıyla finansman sağlamaktadır. Fonun ortaklık yapısı, Avrupa Yatırım Bankası (EIB) %58,7, Avrupa Komisyonu (EC) %29,7, 27 AB üyesi ve Türkiye'de kurulu olan bazı bankalar %11,6 olmak üzeredir.

Avrupa Yatırım Fonu (EIF), KOBİ'lerin banka nezdindeki yükümlülüklerinin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla bankalara finansman sağlanmaktadır. Bu ihraçlar sayesinde likit olmayan KOBİ kredileri likit varlıklara dönüştürülerek, kaynak bankalar için alternatif finansman aracıdır.

Bu modelde, kaynak finans kuruluşu KOBİ kredilerinden oluşan portföyü özel amaçlı şirkete (special purpose vehicle-SPV) devretmektedir. Bu devir kredinin veya temerrüt takasının (credit default swap-CDS) devri yoluyla yapılabilir.

EIF, bu menkul kıymetlerin en düşük not BB olmak üzere kredi notuna bağlı olarak değişen oranlarda garantörlük görevi yürütmektedir. Örneğin; BB kredi notuna sahip olan menkul kıymetlerde 10-15 milyon, BBB-AA için 15-100 milyon, AAA için 150 milyon av-

roya kadar garantör olunabilmektedir. Finansmanın ortalama vadesinin yaklaşık olarak 3 ila 5 yıl arasında olduğu görülmektedir.

Özel amaçlı şirket (SPV), söz konusu teminatları menkul kıymet haline getirerek, farklı dilimlere ayırarak kurumsal yatırımcılara satmaktadır. Bu süreçte EIF, KOBİ'lerin ihtiyaç duyduğu danışmanlığı da sağlamaktadır.

2016 sonu itibarıyla EIF aracılığıyla gerçekleştirilen menkul kıymetleştirmenin büyüklüğü 19,8 milyar avro olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde dolaşımda olan KOBİ menkul kıymetleştirilmiş ürün stoku ise 89,6 milyar avrodur.

ARA FİNANSMAN

Ara (Mezzanine) finansman, özellikle başlangıç aşamasındaki KOBİ'lerin büyümesi için ihtiyaç duyduğu finansman kaynağını, şirkete özel olarak tasarlanmış ürünlerle sağlayan hibrid bir finansman aracıdır. Bu finansman türünü, borçlanma aracı ve hisse senedi arasındaki bir ara form olarak tanımlamak mümkündür.

Özel sermaye fonları geleceği parlak olan küçük işletmelere finansman sağlamak konusunda istekliyken, ileri aşamadaki girişimleri gözardı etmektedir. Ara finansman, bu kesimin ihtiyacı olan finansmanı sağlamakta etkili bir araç olarak görülebilir.

Ara finansman kapsamında çok sayıda ürün yaratılabilir. Bu ürünlerden bazıları, sermaye benzeri krediler, çok sayıda finansörün tek bir krediye finansman sağladığı katılım kredisi, kar paylaşımı sözleşmesi ve değiştirilebilir tahviller olarak ifade edilebilir.

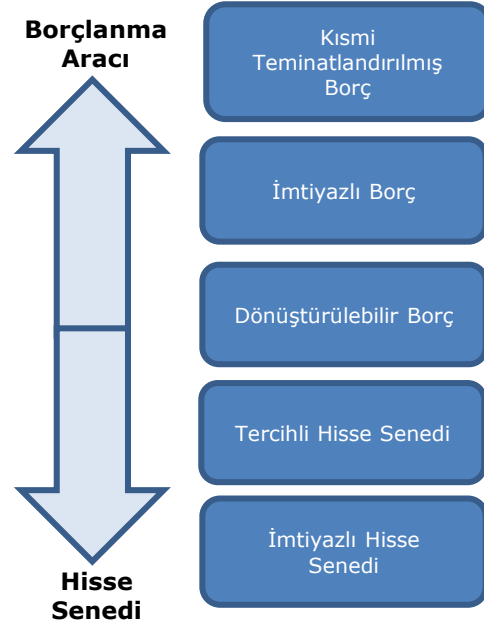
Ara finansman ürünleri şekilde gösterilmektedir. Kısmi teminatlandırılmış borç, teminat yükümlülükleri konusunda esnekliğe sahip olan, özelleştirilmiş geri ödeme yapısına sahip olan borçlanma araçlarıdır. İmtiyazlı borç

ise, kreditora faiz getirisinin yanında imtiyazlar sağlayan menkul kıymetlerdir. Şirketin faaliyet karının belli bir oranda kreditor ile paylaşılması hükmüne bağlanabilir. Dönüştürülebilir borç ise, kreditor tarafından talep edilmesi durumunda şirketin hisse senedine dönüştürülebilmektedir. Tercihli hisse senedi ise, daha kolay likide edilebilme özelliği ve önceden belirlenmiş bir oranda temettü hakkı gibi imtiyazlara sahip olan hisse senetleridir. İmtiyazlı hisse senedi ise, gerektiğinde şirkete önceden belirlenmiş olan bir fiyattan satma hakkını içerebilmektedir.

Kreditor satın almış olduğu ara finansman ürünü, farklı bir menkul kıymet türüne değıştirebilme imkânına sahip olduğu için esnekliğe sahiptir.

Dünyada bazı yatırım fonlarının, münhasıran ara finansman ürünlerine yatırım yapmak üzere kurulduğu da görölmektedir. Yukarıda değindiğimiz Avrupa Yatırım Fonu (EIF), ara

finansman ürünlerini içeren fonlara yatırım yapmak için 1 milyar avro tutarında bir kaynak ayırmıştır.



Kaynak: The Case for Mezzanine Finance, 2016.

TÜRKİYE İÇİN BİR ÖNERİ: GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU MODELİ

Türkiye’de TÜİK verilerine göre 2014 yılı itibarıyla KOBİ’lerin toplam işletmeler içindeki payının %99,8, toplam istihdam içindeki payının %74, katma değerdeki payının %54, ihracattaki payının %55, maaş ve ücretlerdeki payının %54, işletme cirolarındaki payının %62 olduğu görölmektedir. Bu veriler doğrultusunda, KOBİ’lerin ekonomin geneline yön verecek düzeyde bir güce sahip olduğu görölmektedir.

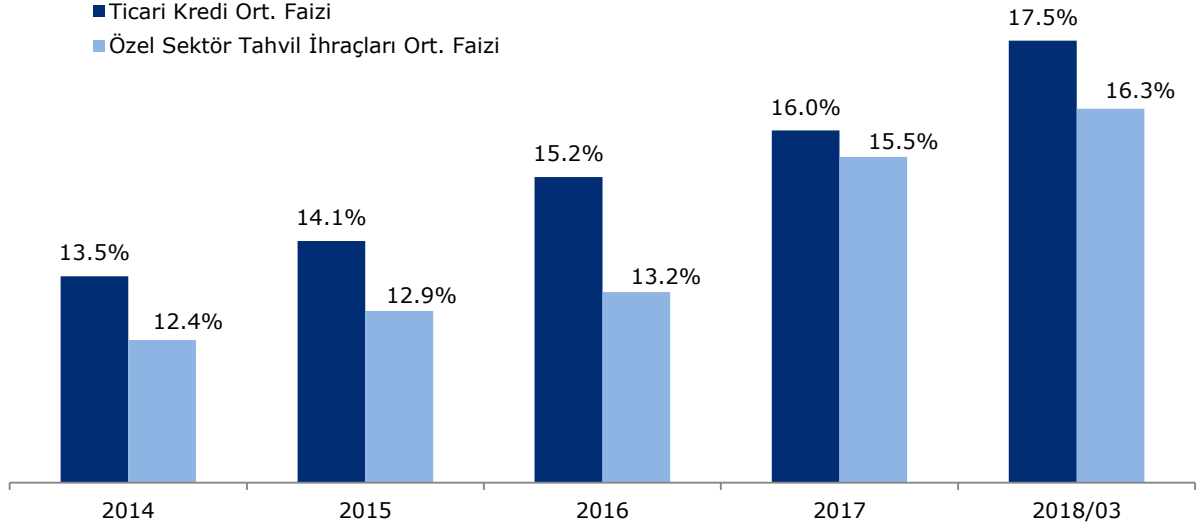
	Toplam KOBİ Kredileri (Milyon TL)	Toplam Nakdi Krediler KOBİ Payı (%)	Takipteki Krediler KOBİ Payı
2017	513,222	24.5%	39.6%
2016	420,539	24.3%	37.2%
2015	388,749	26.2%	33.4%
2014	333,278	26.9%	30.9%

Kaynak: BDDK

Türkiye’de 2017 yılı sonu itibarıyla KOBİ kredilerinin bankacılık sektörü toplam nakdi kredileri içerisindeki payı %24’tür. 2014 yı-

lından itibaren kredilerde KOBİ’lerin payı azalırken, takipteki kredilerde KOBİ payının arttığı görölmektedir. KOBİ kredilerinin takibe dönüşme oranının artmasıyla birlikte, banka kanalıyla finansmana ulaşma imkânının daha zorlu olmaya başlayacağı ifade edilebilir. Özel sektör borçlanma araçlarının ortalama faiz oranının, ticari kredi faiz oranından daha düşük olduğu göz önüne alındığında, KOBİ’lerin borçlanma araçları piyasasına yönelmesi, daha uygun maliyetle kaynak yaratma fırsatı sunmaktadır. Bu nedenle ileride incelenecek olan modellerle birlikte, finansman maliyetini düşürmek amaçlanmıştır. Grafikte 2014 yılından bu yana Türkiye’de kullanılan ticari kredi ortalama basit faiz oranının, reel sektör tarafından ihraç edilmiş olan özel sektör tahvil faizinden 100 ila 200 baz puan kadar düşük olduğu görölmektedir.

Ticari Kredi / Özel Sektör Borçlanma Aracı Faiz Oranları



Kaynak: TCMB, Borsa İstanbul

Yanı sıra, ülkemizde KOBİ'lerin teknolojik gelişmelere uyumunu sağlamak ve rekabet güçleri ile etkinliklerini aktarmak üzere KOSGEB tarafından finansman desteği sağlanmaktadır. Bu kapsamda KOBİ'lerin sermaye piyasalarıyla olan entegrasyonunu güçlendirmek amacıyla KOSGEB ile işbirliğine gidilebilmektedir.

2018 yılı Mart ayı sonu itibarıyla Borsa İstanbul'a kote olan şirket sayısı 358 iken, şirketlerin 65'inin KOBİ niteliğinde olduğu görülmektedir. KOBİ'lerin çoğu Ana Pazar ve

Gelişen İşletmeler Pazarı'nda işlem görmektedir.

KOBİ'lerin ekonomide olan ağırlığı yüksek olmasına karşın, Borsa'daki ağırlığının hayli düşük olduğu görülmektedir. BİST'e kote olan tüm şirketlerin piyasa değeri 896 milyar TL iken, KOBİ'lerin piyasa değeri 3,5 milyar TL ile toplam piyasa değerinin ancak %0,4'ünü oluşturmaktadır. BİST'e kote olan tüm şirketlerin aktif büyüklüğü 3,6 trilyon TL ve net satışları 865 milyar TL iken, KOBİ'lerin aktif büyüklüğü 5 milyar TL ve 992 milyon TL'dir.

Borsa İstanbul'da KOBİ'ler (Mart 2018)				
	Şirket Sayısı	Piyasa Değeri (Bin TL)	Aktif Büyüklüğü (Bin TL)	Net Satışlar (Bin TL)
BİST - Toplam	358	896,141,120	3,582,241,464	865,866,866
BİST - KOBİ*	65	3,451,908	5,019,107	992,618
KOBİ Payı	18%	0.4%	0.14%	0.11%

Kaynak: Borsa İstanbul, KAP, Rasyonet, TSPB hesaplamaları

*KOBİ şirketleri KOSGEB tanımına göre belirlenmiştir.

Borsada payları işlem gören şirketler ile BİST Özel Pazar üyeleri arasında KOBİ niteliğindeki 64 şirkete yönelik olarak, söz konusu şirketlerin borçlanma aracı ihracına yaklaşımı ile ilgili olarak 2015 yılında bir anket düzenlenmiştir. Bu ankete katılan şirketlerin

%73'ü borçlanma aracı ihracı yapmak için istekli olduklarını ifade etmiştir.

Türkiye'de KOBİ'lerin doğrudan menkul kıymet ihracına gitmesi ve ihraç edilen menkul kıymetin fon sağlayanlara satışında yaşanan kısıtlarla birlikte, kolektif yatırım kuruluşları

aracılığıyla fon sağlamak daha efektif bir yaklaşım olarak görülmektedir.

Bu bağlamda, KOBİ'lerin finansman maliyetini düşürmek, finansa erişimi kolaylaştırmak, bankacılık sektörünün yükünü hafifletmek, uzun vadeli finansman sağlamak amacıyla, KOBİ finansmanında girişim sermayesi yatırım fonu modelinden yararlanılabileceği düşünülmektedir.

Türkiye'de girişim sermayesi yatırım fonları, nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Portföy Yönetim Şirketleri ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetim Şirketleri tarafından kurulmaktadır. Mevzuat hükümlerine göre bu fonların portföyünün %80'ini girişim sermayesi yatırımlarından oluşması zorunludur.

Öngörülen Model

Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (GSYF), portföy yönetim şirketi (PYŞ) tarafından kurulacaktır.

Bağımsız denetim raporları düzenlenerek, SPK tarafından yetkilendirilmiş bir kredi derecelendirme kuruluşuna sunulacaktır. Bu derecelendirme kuruluşu tarafından yapılacak değerlendirme sonucunda en yüksek nota sahip 50 KOBİ tespit edilecektir.

Tüm işletmelerin finansmana erişimini kolaylaştırarak, Türkiye'nin büyüme ve kalkınmasına stratejik destek sağlama misyonunu üstlenmiş olan Kredi Garanti Fonu'nun (KGF) modelde garantör olarak yer alması maliyet avantajı sağlayabilecektir. Bu esnadaki bağımsız denetim ve derecelendirme maliyetlerinin bir bölümünün KOSGEB tarafından karşılanması önerilmektedir. Seçilen KOBİ'lerin her biri özel sektör borçlanma aracı ihracı için portföy yönetim şirketi aracılığıyla

SPK'ya başvuracaktır. Bunun yanında KOSGEB'in projeye katkısı önem taşıyacaktır.

İhraç edilen tüm özel sektör borçlanma araçları kurulmuş olan GSYF tarafından tahsisli olarak satın alınacaktır. Bu işlemin tek bir nitelikli yatırımcıya tahsisli olarak yapılacak olması nedeniyle, SPK nezdinde izin süreci daha hızlı işleyebilecektir.

KOBİ borçlanma araçları GSYF tarafından satın alındıktan sonra ise, GSYF katılma payları özellikle yurtiçi kurumsal yatırımcılar ve nitelikli bireysel yatırımcılar olmak üzere nitelikli yatırımcılara satılacaktır. Avrupa Yatırım Bankası vb. kurumlar da alıcı ve/veya garantör olarak modelde yer alabilir.

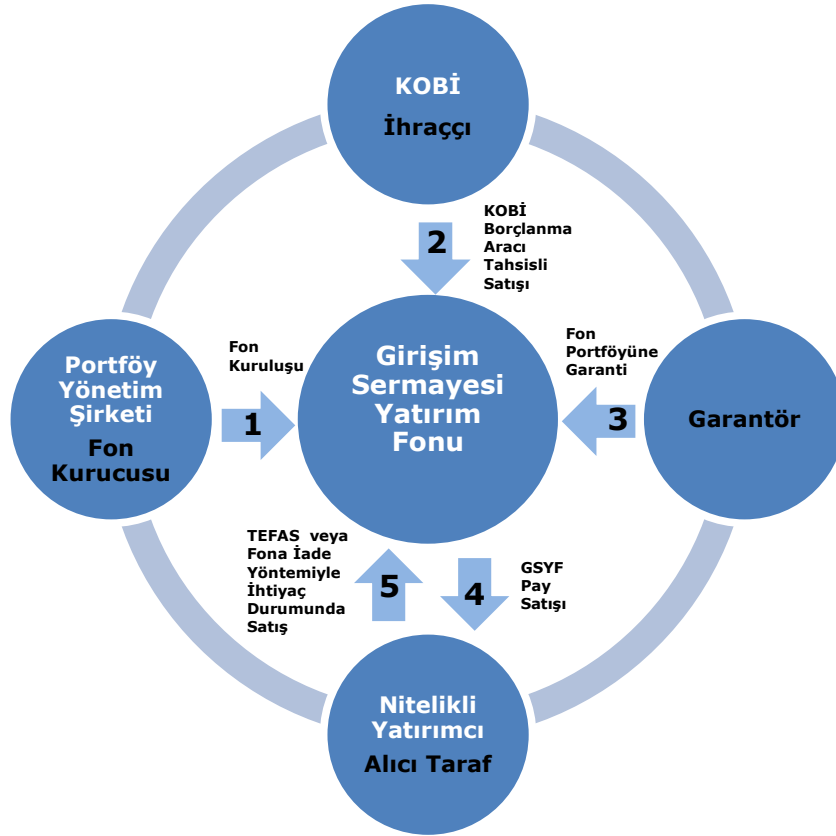
İhraç tamamlandıktan sonra vade sonunda borçlanma araçları itfa olacak ve anapara ve faiz ödemeleri fona yapılacaktır. Eğer fon tek bir ihraç için süreli olarak kurulmuş ise, itfa sonrasında fon tasfiye olacak ve şirketteki nakit katılma payı sahiplerine dağıtılacaktır. Fon süresiz olarak kurulmuş ise, yeni KOBİ borçlanma araçlarına yatırım yapmaya devam edecektir.

Garantör kuruluş olması durumunda, ihraççı şirketler temerrüde düşerse, garantör kuruluş teminat tutarının bir kısmını ya da hepsini fona aktarabilecektir. GSYF paylarını satın alan nitelikli yatırımcılar bu payları satmak istediği durumda, TEFAS aracılığıyla veya fona iade yoluyla bu işlemi gerçekleştirebilecektir.

Şekilde girişim sermayesi yatırım fonu modeliyle KOBİ finansmanı gösterilmektedir. Bu süreçleri, mevzuat kapsamında GSYF kurulması, KOBİ'lerin GSYF'ye tahsisli özel sektör borçlanma aracı ihracı yapması, özel sektör borçlanma araçlarına garantör kuruluş tarafından kefalet verilmesi, GSYF paylarının nitelikli yatırımcılara satılması olarak özetleyebilmek mümkündür.

Böylelikle, daha önce sermaye piyasasıyla yatırım kuruluşu aracılığıyla sermaye piyasasından fon sağlanması mümkün olacaktır.

KOBİ Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonu Modeli



Yatırımcı İçin Avantajlar

Garantörlük mekanizmasının da olması durumunda, yatırımcı açısından düşük riskli ancak yüksek getirili bir yatırım aracı tasarlanmış olacaktır. Diğer yandan, başta emeklilik yatırım fonları olmak üzere yeni bir yatırım ürünüyle birlikte risk çeşitlendirmesine gidebilecektir.

Girişim sermayesi yatırım fonları, vergisel açıdan doğrudan olarak sabit getirili menkul kıymeti satın almaktan daha avantajlıdır. Girişim sermayesi fonu olarak ayrılan tutarlar kurumlar/gelir vergisi beyannamesi üzerinde ayrıca gösterilmek koşuluyla kurum kazancından indirim konusu yapılabilir. Girişim sermayesi fonunun indirim konusu yapılabilmesi için, ilgili yılda ayrılan fon

tutarının beyan edilen gelir %10'unu ve toplam fon tutarının özsermayenin %20'sini aşmaması gerekmektedir.

Fona yatırım yapan tüzel kişiler açısından kar payı dağıtımından elde edilecek kazançlar %0 stopaja tabi olup, kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Gerçek kişiler açısından ise kar payı dağıtımından elde edilecek kazançlar %0 stopaja tabi olup, katılma paylarından elde edilen kar paylarının yarısı gelir vergisinden istisna edilmiştir. KOBİ'lerin ihraç etmiş olduğu borçlanma araçlarına doğrudan yatırım yapıldığı durumda diğer özel sektör borçlanma araçlarında olduğu gibi %10 oranında stopaj uygulanmaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME

Değişen piyasa koşullarına hızlı uyum sağlayan, ekonominin dinamik aktörlerinden biri olan KOBİ'ler ticari yaşantısına devam edebilmek için kaynak ihtiyacı duyan organizasyonlardır.

Türkiye'de KOBİ'lerin ekonomideki ağırlığı tarih boyunca hep yüksek olmuş, KOBİ'lerin sağlığı genel ekonomik gidişatı yakından etkilemiştir.

KOBİ'lerin finansman ihtiyacı doğrultusunda, 2017 yılının ilk dönemlerinde Kredi Garanti Fonu aktif hale gelmiştir. Bu mekanizmayla birlikte, 250 milyar TL kefalet limiti çerçevesinde, 200 milyar TL kadar krediye kefalet

sağlanarak, bankacılık sektörünün KOBİ'lere fon aktarması sağlanmıştır.

KOBİ'lerin sürdürülebilir finansman kaynağına olan ihtiyacı doğrultusunda, sermaye piyasalarından da fon bulması büyük önem taşımaktadır. Böylelikle hem maliyet avantajı elde edilmiş, banka kredi limitleri kullanılmamış, borçlar karşılığında teminat verme yükümlülüğü doğmamış ve sermaye piyasalarıyla ilişki kurulmuş olacaktır.

Girişim sermayesi yatırım fonu modeliyle birlikte, çeşitli kısıtlarla borçlanma aracı ihraç edemeyen KOBİ'lerin sermaye piyasası yoluyla fon sağlaması mümkün hale gelecektir.

KAYNAKÇA

European Commission, 2017. Improving European Corporate Bond Markets, Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds.

European Commission, 2018. Analysis of European Corporate Bond Markets.

European Securities and Markets Authority (ESMA), 2017. Access to public capital markets for SMEs.

OECD, 2015. New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments.

European Commission, 2017. Mid-Term Review of the Capital Markets Unionc Action Plan.

Institute of Chartered Secrataries and Administrators, Finance options for SMEs.

<https://www.icsa.org.uk/knowledge/governance-and-compliance/features/september-2016-finance-options-for-smes>

SME Financing and Equity Markets, World Federation of Exchanges (WFE), 2017.

New Perspectives on Financing Small Cap SME's In Emerging Markets, The Case for Mezzanine Finance, Ministry of Foreign Affairs of the Netherlands, 2016.

Gelişmekte Olan Ülkelerde KOBİ Piyasaları, (Sermaye Piyasasında Gündem Sayı 129 – Mayıs 2013).

KOBİ Borçlanma Araçları, (Sermaye Piyasasında Gündem Sayı 127 – Mart 2013).

Yurtdışında KOBİ Piyasaları, (Sermaye Piyasasında Gündem Sayı 109 – Eylül 2011).

Avrupa Birliğinde Alternatif Yatırım Fonları, (Gösterge Sayı 15 – Şubat 2018).

E-ISSN: 2548-1223

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ

Büyükdere Caddesi
No.173 1. Levent Plaza
A Blok Kat: 4 34394
Levent / İstanbul

+90 212 280 8567
+90 212 280 8589
info@tspb.org.tr
www.tspb.org.tr

